

วันจันทร์ที่ 5 พฤศจิกายน พ.ศ. 2561  
SISB

SISB

## เอสไอเอสบี

### การศึกษาที่มีคุณภาพ สู่ความสำเร็จครั้งใหญ่

ผู้ประกอบการธุรกิจโรงเรียนนานาชาติมีรายได้เป็น Recurring Income และมีศักยภาพการเติบโต ตามแนวโน้มปริมาณนักเรียนในภาคนี้ที่เพิ่มขึ้น และการประหยัดจากขนาดมากขึ้น โดยคาดการณ์ปี 2561 และ 62 ขยายตัวเด่นชัด 4 เท่า และ 75% YoY ตามลำดับ

### ผู้ประกอบการธุรกิจโรงเรียนนานาชาติที่มีโอกาสเติบโตอีกมาก

SISB ผู้ประกอบการธุรกิจโรงเรียนนานาชาติมีอายุมากกว่า 17 ปี ปัจจุบันมีโรงเรียน 5 แห่ง ได้รับใบอนุญาตโดยตรง 4 แห่ง รองรับนักเรียนสูงสุดรวม 3,865 คน และอีก 1 แห่ง ได้รับใบอนุญาตผ่านกิจการร่วมค้า รองรับนักเรียน 310 คน โดย ณ 30 มิ.ย. 61 มี Seat Utilization 56% และ 35% ตามลำดับ ทำให้มีโอกาสเติบโตตามจำนวนนักเรียนในหลักสูตรนานาชาติที่มีแนวโน้มเพิ่มขึ้น 6% - 8% ต่อปี ขณะเดียวกันมีจุดแข็งทั้งในเรื่องคุณภาพหลักสูตรการสอนเป็นที่ยอมรับระดับสากล และค่าธรรมเนียมการศึกษาที่ยังต่ำกว่าโรงเรียนนานาชาติอื่น รวมถึงจุดเด่นจากรายได้ค่าธรรมเนียมการศึกษาที่มีความต่อเนื่องเป็นประจำ (Recurring Income) ช่วยสร้างความมั่นคงให้กับกระแสเงินสดจากการดำเนินงาน (CFO)

### คาดการณ์ปี 2561 เติบโต 4 เท่า YoY และต่อเนื่อง 75% ปี 2562

ปี 2561 คาดการณ์กำไรกลับมาเติบโตสูง 4 เท่า YoY และต่อเนื่องปี 2562 ที่ระดับ 75% YoY แรงหนุนจากจำนวนนักเรียนใหม่เพิ่มและการขึ้นค่าธรรมเนียมการศึกษาประมาณ 4% - 5% ต่อปี ตรงข้ามกับต้นทุนส่วนใหญ่เป็นต้นทุนคงที่ ได้แก่ ค่าเสื่อมราคา และต้นทุนบุคคลากร องค์ประกอบดังกล่าวคาดว่าจะให้ Gross Margin อยู่ที่ 38.2% ในปี 2561 และสูงขึ้นเป็น 38.5% ในปี 2562 อีกทั้งการชำระค่านายหน้าครั้งนี้ SISB จะนำเงินที่ได้ไปชำระคืนเงินกู้ที่มีอยู่กับสถาบันการเงินทั้งหมด ทำให้ไม่มีภาระดอกเบี้ยจ่ายตั้งแต่ปี 2562 หนุน Net Profit Margin เพิ่มขึ้นเป็น 15%

### อิง DCF ได้มูลค่า 7.3 บาท/หุ้น

จากโครงสร้างรายได้ของ SISB มีลักษณะเป็น Recurring Income และผันผวนต่ำ ดังนั้นเพื่อสะท้อนมูลค่าที่แท้จริงของกิจการ ในการประเมิน Fair value จึงใช้วิธี DCF โดยกำหนด WACC ที่ 11.4% และให้ Terminal Growth Rate ที่ 1% จะได้มูลค่าพื้นฐานปี 2562 เท่ากับ 7.3 บาท คิดเป็น Forward P/E ที่ 44 เท่า

| การกระจายหุ้น IPO (ล้านหุ้น) | รายชื่อผู้ถือหุ้น                      | ก่อน IPO         | หลัง IPO |
|------------------------------|----------------------------------------|------------------|----------|
| ประชาชนทั่วไป                | นายยิว ฮอค โคว                         | 45.40%           | 32.84%   |
| กรรมการ/พนักงาน              | นางสาววิลาวัลย์ แก้วกนกวิจิตร          | 40.00%           | 28.94%   |
| ทุนเรียกชำระแล้ว (ล้านบาท)   | นางสาวนงคณา ทอณี่                      | 14.60%           | 10.56%   |
| ก่อน IPO                     | กรรมการ ผู้บริหาร และพนักงานของบริษัทฯ | 0.00%            | 2.77%    |
| หลัง IPO                     | ประชาชนทั่วไป                          | 0.00%            | 24.89%   |
| ราคาพาร์ (บาท)               | รวม                                    | 100.00%          | 100.00%  |
|                              | นโยบายจ่ายเงินปันผล                    | 40% ของกำไรสุทธิ |          |

| FY: ปีที่ 31 ธ.ค.   | FY59A | FY60A | FY61F | FY62F | FY63F |
|---------------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| รายได้รวม (ล้านบาท) | 603   | 738   | 907   | 1,051 | 1,217 |
| กำไรสุทธิ (ล้านบาท) | 70    | 18    | 90    | 157   | 192   |
| กำไรปกติ (ล้านบาท)  | 70    | 18    | 90    | 157   | 192   |
| EPS (บาท)           | 0.17  | 0.04  | 0.13  | 0.17  | 0.20  |
| Norm EPS (บาท)      | 0.17  | 0.04  | 0.13  | 0.17  | 0.20  |
| DPS (บาท)           | -     | -     | -     | -     | 0.08  |
| BVS (บาท)           | 0.47  | 0.37  | 2.31  | 2.48  | 2.60  |

ที่มา : ฝ่ายวิจัย ASPS

ข้อมูลในเอกสารฉบับนี้ รวบรวมมาจากแหล่งข้อมูลที่น่าเชื่อถือ อย่างไรก็ดี บริษัทหลักทรัพย์ เอเชีย พลัส จำกัด ไม่สามารถที่จะยืนยันหรือรับรองความถูกต้องของข้อมูลเหล่านี้ได้ ไม่ว่าประการใดๆ บทวิเคราะห์ในเอกสารนี้ จัดทำขึ้นโดยอ้างอิงหลักเกณฑ์ทางวิชาการเกี่ยวกับหลักการวิเคราะห์ และมิได้เป็นการชี้นำ หรือเสนอแนะให้ซื้อหรือขายหลักทรัพย์ใดๆ การตัดสินใจซื้อหรือขายหลักทรัพย์ใดๆ ของผู้อ่าน ไม่ว่าจะเกิดจากการอ่านบทความในเอกสารนี้หรือไม่ก็ตาม ล้วนเป็นผลจากการใช้วิจารณญาณของผู้อ่าน โดยไม่มีส่วนเกี่ยวข้องกับหรือผู้จัดทำกับ บริษัทหลักทรัพย์ เอเชีย พลัส จำกัด ไม่ว่ากรณีใด

บริษัทหลักทรัพย์ เอเชีย พลัส จำกัด เป็นผู้จัดทำและรับประกันการจำหน่ายหุ้นสามัญเพิ่มทุนของ SISB ในครั้งนี้ โดยการจัดทำเอกสารฉบับนี้เพื่อวัตถุประสงค์ในการนำเสนอข้อมูลและบทวิเคราะห์เท่านั้น การตัดสินใจลงทุนขึ้นกับดุลยพินิจของนักลงทุน

ระยะเวลาห้ามเผยแพร่รายงานฉบับนี้ (Black out period) ตั้งแต่วันที่ 7 พ.ย. จนถึงสิ้นสุดระยะเวลาการจองซื้อ

ผู้ลงทุนควรอ่านรายละเอียดในหนังสือชี้ชวน ก่อนตัดสินใจลงทุน

นวลพรรณ น้อยธำมรงค์

เลขทะเบียนนักวิเคราะห์: 019994

nuanpun@asiaplus.co.th

ภาสกร หวังวิวัฒนาธิกร

เลขทะเบียนนักวิเคราะห์: 093372

## ผู้ประกอบการโรงเรียนนานาชาติมานานกว่า 17 ปี

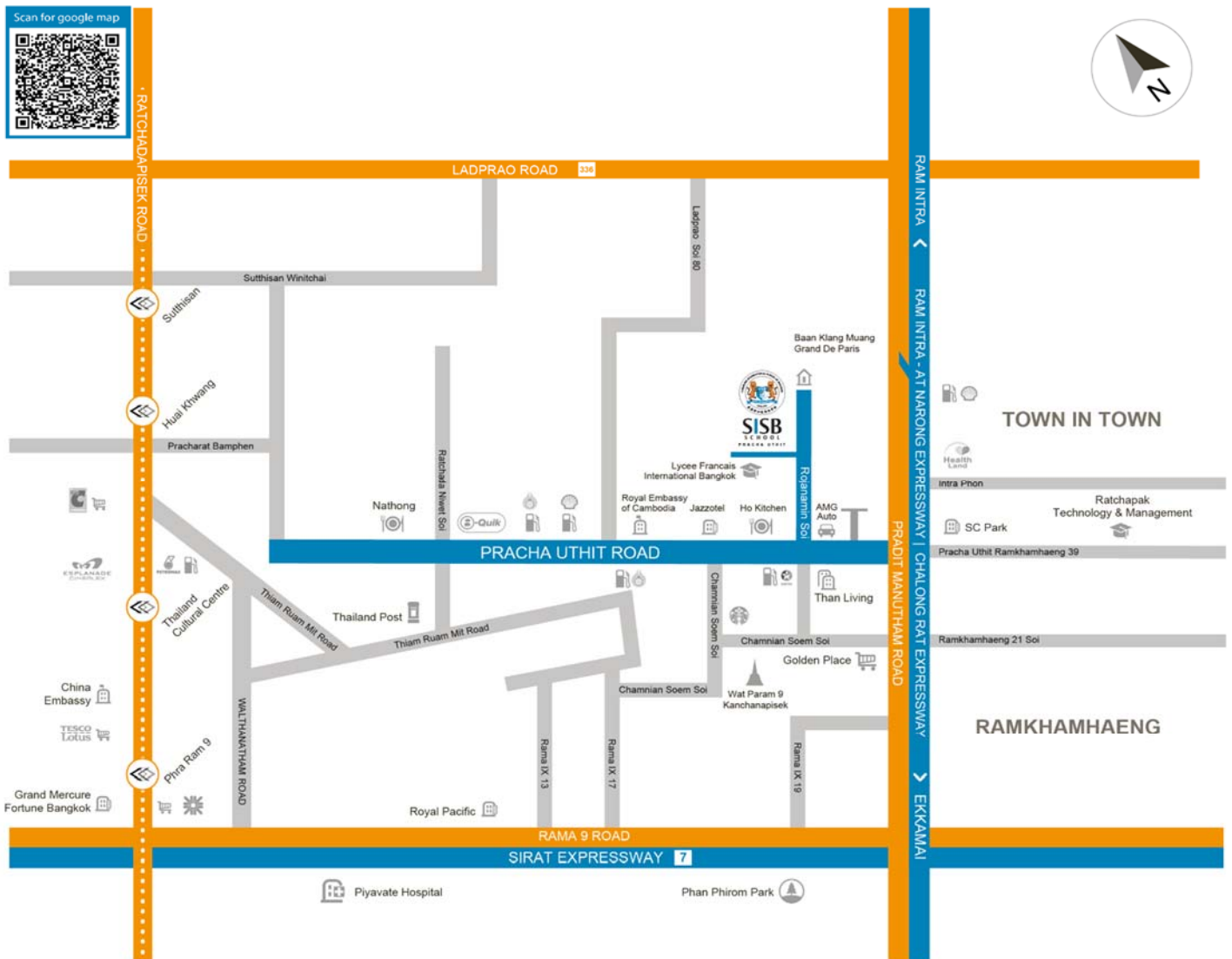
บริษัท เอสไอเอสบี จำกัด (มหาชน) (“SISB” หรือ บริษัทฯ) ผู้รับใบอนุญาตในการจัดตั้งโรงเรียนในระบบตาม “พระราชบัญญัติโรงเรียนเอกชนประเภทโรงเรียนนานาชาติ” และให้บริการด้านอื่นๆ ที่เกี่ยวข้องกับการศึกษา มานาน 17 ปี (ตั้งแต่ปี 2544) มีจุดเริ่มต้นจาก “โรงเรียนนานาชาติ สิงคโปร์กรุงเทพ” (Singapore International School of Bangkok) โดยเป็นโรงเรียนแห่งแรกในประเทศไทยที่นำ “หลักสูตรการศึกษาของประเทศสิงคโปร์” ที่ได้รับการยอมรับในระดับสากล มาใช้ในการสอน ทำให้ที่ผ่านมาโรงเรียนของบริษัทฯ ได้รับรองคุณภาพการศึกษาจากสำนักงานรับรองมาตรฐานและประเมินคุณภาพการศึกษา (องค์การมหาชน) (สมศ.) รวมถึงการรับรองมาตรฐานคุณภาพการศึกษาจากสภาโรงเรียนนานาชาติ (Council of International Schools : CIS) และจาก The New England Association of Schools and Colleges (NEASC) ซึ่งเป็นสถาบันที่มีชื่อเสียงเป็นที่ยอมรับในเรื่องการดูแลมาตรฐานคุณภาพการศึกษาในระดับสากล ส่งผลให้โรงเรียนของบริษัทฯ ได้รับการยอมรับและบอกต่อกัน (Word-of-Mouth) ระหว่างกลุ่มผู้ปกครอง จนนำไปสู่การขยายสาขาเพิ่มอย่างต่อเนื่อง จนปัจจุบันบริษัทฯ เป็นผู้รับใบอนุญาตในการจัดตั้งโรงเรียนโดยตรงทั้งหมด 4 โรงเรียน ครอบคลุมพื้นที่กรุงเทพฯ และปริมณฑล สามารถรองรับนักเรียนสูงสุดรวม 3,865 คน

โดย ณ 30 มิ.ย. 61 บริษัทฯ มีโรงเรียนที่ได้รับใบอนุญาตโดยตรง 4 แห่ง มีนักเรียนรวม 2,164 คน สูงขึ้นจากสิ้นปี 2560 ที่มีจำนวน 1,977 คน และมีการลงทุนผ่านกิจการร่วมค้า (SISB ถือ 50% รับรู้ผ่านส่วนแบ่งกำไร) ในโรงเรียน 1 แห่ง ที่ จ. เชียงใหม่ รองรับนักเรียนได้ 310 คน โดยสัดส่วนหลักเป็นนักเรียนเตรียมอนุบาลและอนุบาล 48% และประถมศึกษา 40% ที่เหลือเป็นระดับมัธยมศึกษา หากแบ่งตามเชื้อชาติเป็นนักเรียนไทย 85% และต่างประเทศ 15% สำหรับค่าเทอมโรงเรียนของ SISB เฉลี่ยอยู่ที่ประมาณ 304,500 – 598,500 บาท / ปีการศึกษา และค่าธรรมเนียมแรกเข้าประมาณ 200,000 บาท / คน โดยมีรายละเอียดแต่ละโรงเรียนดังนี้

- **โรงเรียนนานาชาติสิงคโปร์กรุงเทพ** (Singapore International School of Bangkok) ปัจจุบันถือเป็นโรงเรียนหลักของกลุ่ม ตั้งอยู่แขวงวังทองหลาง เขตวังทองหลาง กรุงเทพฯ บนพื้นที่รวมกันราว 20 ไร่ ลักษณะที่ดินเป็นสิทธิการเช่าระยะเวลา 30 ปี แบ่งเป็น โฉนด 5080 เนื้อที่ 10 ไร่ ครอบกำหนด ปี 2583 และโฉนด 5081 ครอบกำหนดปี 2587 สามารถรองรับนักเรียน (Capacity Seats) สูงสุด 2,170 คน (สัดส่วน 56% ของ Capacity Seats ที่ไม่รวมกิจการร่วมค้า) ณ 30 มิ.ย. 61 มีนักเรียนจำนวน 1,517 คน (Seat Utilization 70%) ปัจจุบันเปิดสอนตั้งแต่ระดับเตรียมอนุบาลถึงระดับ ม. 6 ภายในโรงเรียนประกอบด้วย อาคารเรียน 4 หลัง อาคารสำหรับแสดงและทำกิจกรรม 4 หลัง และอาคารหอพักนักเรียน นอกจากนี้ยังมีอุปกรณ์การเรียนการสอนที่ครบครันและทันสมัย อาทิ เช่น ห้องเรียนนอกประสงค์ที่ออกแบบโดยเฉพาะ สปอร์ตคอมเพล็กซ์ หอประชุมขนาด 407 ที่นั่ง และ ออเครสต้าพิท
- **โรงเรียนนานาชาติสิงคโปร์ธนบุรี** (Singapore International School Thonburi) ตั้งอยู่เขตภาษีเจริญ จ. กรุงเทพฯ บนที่ดินขนาด 7 ไร่ กรรมสิทธิ์ที่ดินเป็นของโรงเรียน ได้รับอนุญาตจัดตั้ง 10 ต.ค. 60 สามารถรองรับนักเรียน สูงสุด 900 คน (สัดส่วน 23% ของ Capacity Seats) ณ 30 มิ.ย. 61 มีนักเรียนจำนวน 364 คน (Seat Utilization 40%) เปิดสอนตั้งแต่เตรียมอนุบาลถึงระดับ ป. 6
- **โรงเรียนนานาชาติสิงคโปร์สุวรรณภูมิ** (Singapore International School Suvarnabhumi) ตั้งอยู่ อ. บางพลี จ. สมุทรปราการ บนที่ดินขนาด 8 ไร่ ลักษณะที่ดินเป็นสิทธิการเช่าระยะเวลา 20 ปี ครอบกำหนดปี 2576 โดยโรงเรียนนี้รับโอนมาจากบริษัทเอกชนแห่งหนึ่ง ตั้งแต่ปี 2556 (เดิมชื่อ โรงเรียนนานาชาติรัตนวรรณ) สามารถรองรับนักเรียนสูงสุด 640 คน (สัดส่วน 17% ของ Capacity Seats) ณ 30 มิ.ย. 61 มีนักเรียนจำนวน 283 คน (Seat Utilization 44%) ปัจจุบันเปิดสอนตั้งแต่ระดับเตรียมอนุบาลถึงระดับ ป. 6

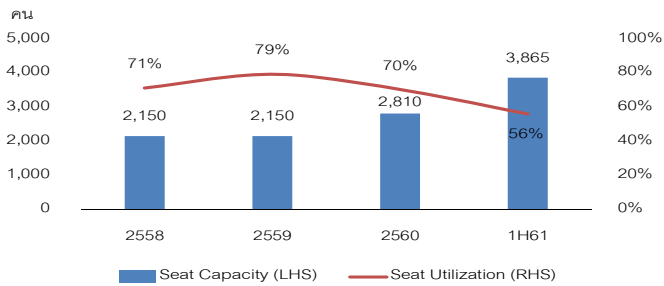
- โรงเรียนนานาชาติสิงคโปร์เอ็กมาัย (Singapore International School Ekkamai) ตั้งอยู่ อ. พระโขนง จ. กรุงเทพฯ บนที่ดินขนาด 3 ไร่ ที่ดินเป็นสิทธิการเช่าระยะเวลา 13 ปี ครอบ กำหนดปี 2573 ได้รับอนุญาตจัดตั้งเมื่อวันที่ 11 ก.ค. 61 สามารถรองรับนักเรียนสูงสุด 155 คน (สัดส่วน 4% ของ Capacity Seats) เปิดสอนตั้งแต่เตรียมอนุบาลถึงระดับ ป. 3
- โรงเรียนนานาชาติสิงคโปร์เชียงใหม่ (Singapore International School Chiangmai) ตั้งอยู่ที่ อ. เมืองเชียงใหม่ จ. เชียงใหม่ บนพื้นที่ 5 ไร่ ภายใต้กิจการร่วมค้า บจก. เอสไอบี ซีวี พุนจตตะเบียน 130 ล้านบาท (SISB ถือ 50% ส่วนที่เหลือ 50% เป็นกลุ่มนักธุรกิจเชียงใหม่) ได้รับอนุญาตจัดตั้งวันที่ 28 ธ.ค. 59 รองรับนักเรียนสูงสุด 310 คน ณ 30 มิ.ย. 61 มีนักเรียน จำนวน 110 คน (Seat Utilization 35%) นับเป็นโรงเรียนนานาชาติแห่งแรกในจังหวัด เชียงใหม่ที่ใช้หลักสูตรจากสิงคโปร์ เปิดสอนตั้งแต่ระดับเตรียมอนุบาลถึงระดับ ป. 6

## ที่ตั้งโรงเรียนนานาชาติสิงคโปร์กรุงเทพฯ



ที่มา : SISB

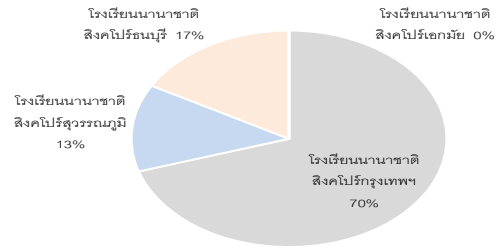
## Seat Capacity และ Seat Utilization ของโรงเรียนที่ SISB ได้รับใบอนุญาตโดยตรง



ที่มา : หนังสือชี้ชวน

หมายเหตุ : ไม่รวมโรงเรียนนานาชาติสิงคโปร์เชียงใหม่

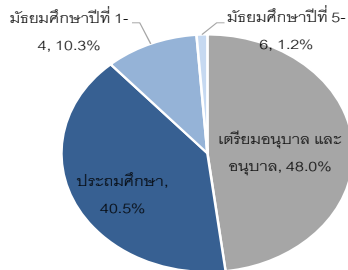
## สัดส่วนนักเรียนแยกตามโรงเรียน ณ 30 มิ.ย. 61 ของโรงเรียนที่ SISB ได้รับใบอนุญาตโดยตรง



ที่มา : หนังสือชี้ชวน

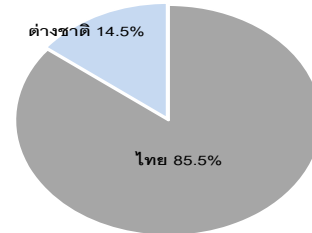
หมายเหตุ : ไม่รวมโรงเรียนนานาชาติสิงคโปร์เชียงใหม่

## สัดส่วนนักเรียนแยกตามระดับการศึกษา ณ 30 มิ.ย. 61



ที่มา : หนังสือชี้ชวน

## สัดส่วนนักเรียนแยกตามเชื้อชาติ ณ 30 มิ.ย. 61



ที่มา : หนังสือชี้ชวน

## จำนวนนักเรียนแต่ละโรงเรียนของ SISB

|                                        | ณ สิ้นปี 2558 | ณ สิ้นปี 2559 | ณ สิ้นปี 2560 | ณ 30 มิ.ย. 2561 |
|----------------------------------------|---------------|---------------|---------------|-----------------|
| <b>ความจุนักเรียน (Capacity Seats)</b> |               |               |               |                 |
| - โรงเรียนนานาชาติสิงคโปร์กรุงเทพฯ     | 1,510         | 1,510         | 2,170         | 2,170           |
| - โรงเรียนนานาชาติสิงคโปร์สุพรรณบุรี   | 640           | 640           | 640           | 640             |
| - โรงเรียนนานาชาติสิงคโปร์ภูเก็ต       | -             | -             | -             | 900             |
| - โรงเรียนนานาชาติสิงคโปร์เชียงใหม่    | -             | -             | -             | 155             |
| <b>รวม</b>                             | <b>2,150</b>  | <b>2,150</b>  | <b>2,810</b>  | <b>3,865</b>    |
| <b>จำนวนนักเรียน</b>                   |               |               |               |                 |
| - โรงเรียนนานาชาติสิงคโปร์กรุงเทพฯ     | 1,293         | 1,419         | 1,715         | 1,517           |
| - โรงเรียนนานาชาติสิงคโปร์สุพรรณบุรี   | 239           | 286           | 262           | 283             |
| - โรงเรียนนานาชาติสิงคโปร์ภูเก็ต       | -             | -             | -             | 364             |
| - โรงเรียนนานาชาติสิงคโปร์เชียงใหม่    | -             | -             | -             | -               |
| <b>รวม</b>                             | <b>1,532</b>  | <b>1,705</b>  | <b>1,977</b>  | <b>2,164</b>    |
| Seat Utilization (%)                   | 71%           | 79%           | 70%           | 56%             |
| Growth YoY (%)                         | -             | 11%           | 16%           | -               |
| <b>กิจการร่วมค้า บจก. เอสไอบี ซีริ</b> |               |               |               |                 |
| <b>ความจุนักเรียน (Capacity Seats)</b> |               |               |               |                 |
| - โรงเรียนนานาชาติสิงคโปร์เชียงใหม่    | -             | -             | 310           | 310             |
| <b>จำนวนนักเรียน</b>                   |               |               |               |                 |
| - โรงเรียนนานาชาติสิงคโปร์เชียงใหม่    | -             | -             | 84            | 110             |
| Seat Utilization (%)                   | -             | -             | 27%           | 35%             |

ที่มา : หนังสือชี้ชวน

## หลักสูตรได้มาตรฐานสากลตอบกรณด่อนาคต บบราคาค่าคุ้มค่า เลือก SISB

บริษัทฯ ได้นำ “หลักสูตรการศึกษาของประเทศสิงคโปร์” ซึ่งถือได้ว่าเป็นหลักสูตรที่มีชื่อเสียงและยอมรับในระดับสากล เนื่องจากมีจุดเด่นด้านวิชาการ โดยเฉพาะคณิตศาสตร์และวิทยาศาสตร์ รวมถึงการจัดการเรียนการสอนแบบ 3 ภาษา ทั้งภาษาอังกฤษ ภาษาจีนและภาษาไทย สอดคล้องกับเทรนด์ในอนาคต นอกจากนี้มีการนำ “หลักสูตรของสหราชอาณาจักร” (หลักสูตร Early Stage Years และ หลักสูตร Cambridge IGCSE) มาใช้กับระดับมัธยมของบริษัท เพื่อให้เกิดความเหมาะสมต่อการเรียนรู้สำหรับนักเรียนในแต่ละระดับชั้นและความหลากหลายมากขึ้น ขณะที่ราคาค่าธรรมเนียมการศึกษาของ SISB เฉลี่ยอยู่ที่ประมาณ 304,500 – 598,500 บาท / ปีการศึกษา ถือว่าไม่สูงมาก เมื่อเทียบกับโรงเรียนนานาชาติที่ใช้หลักสูตรเดียวกัน อย่าง “Anglo Singapore International School” ได้รับการรับรองคุณภาพการศึกษาจาก “CIS” และ “WASC” (Western Association of Schools and College) มีค่าเทอม 297,300 - 683,000 บาท / ปีการศึกษา หรือโรงเรียนนานาชาติที่ใช้หลักสูตรอเมริกัน เช่น “Ruamrudee International School” ได้รับการรับรองจาก “WASC” มีค่าเทอม 378,400 - 709,500 บาท / ปีการศึกษา และหลักสูตรสหราชอาณาจักร อาทิ “Shrewsbury International School” ได้รับการรับรองจาก “CIS” ค่าเทอม 552,900 – 993,300 บาท / ปีการศึกษา

โดยภาพรวม SISB มีจุดแข็งทั้งในด้านราคาและคุณภาพการศึกษา ซึ่งสามารถพิจารณาจากการได้รับรองคุณภาพในระดับสากล (รายละเอียดตามตารางหน้าถัดไป)

## หลักสูตรที่ใช้ในการสอนของ SISB แบ่งตามระดับชั้น

| ระดับชั้น             | อายุ     | หลักสูตร                                                                                                                   | การประเมินผล                                                                                                                                                                           |
|-----------------------|----------|----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| เตรียมอนุบาล - อนุบาล | 2-6 ปี   | หลักสูตร Early Stage Years Foundation ของสหราชอาณาจักร (Child-Centered)                                                    | <ul style="list-style-type: none"> <li>ประเมินผลโดยยึดผู้เรียนเป็นศูนย์กลาง (Child-Centered Assessment)</li> <li>ข้อสอบตามมาตรฐานของโรงเรียน</li> </ul>                                |
| ประถมศึกษาปีที่ 1-6   | 6-12 ปี  | หลักสูตรของกระทรวงศึกษาธิการ ประเทศสิงคโปร์ (Curriculum Planning and Development Division Ministry of Education Singapore) | <ul style="list-style-type: none"> <li>การสอบเทียบวุฒิระดับประถมศึกษาตามมาตรฐานของประเทศสิงคโปร์ (iPSLE)</li> <li>ข้อสอบตามมาตรฐานของโรงเรียน</li> </ul>                               |
| มัธยมศึกษาปีที่ 1-4*  | 12-16 ปี | หลักสูตรระดับมัธยมศึกษาของ ประเทศสิงคโปร์ และหลักสูตร Cambridge IGCSE                                                      | <ul style="list-style-type: none"> <li>การสอบเทียบวุฒิระดับมัธยมศึกษา ตามมาตรฐานเคมบริดจ์ แห่งสหราชอาณาจักร (IGCSE)</li> <li>ข้อสอบตามมาตรฐานของโรงเรียน</li> </ul>                    |
| มัธยมศึกษาปีที่ 5-6*  | 16-18 ปี | หลักสูตรระดับมัธยมศึกษาของ สหราชอาณาจักรบริเตนใหญ่และไอร์แลนด์เหนือ และหลักสูตร Diploma ของโรงเรียน                        | <ul style="list-style-type: none"> <li>การสอบเทียบวุฒิระดับความรู้ชั้นสูง ตามมาตรฐานเคมบริดจ์ แห่งสหราชอาณาจักร (Cambridge AS/A Level)</li> <li>ข้อสอบตามมาตรฐานของโรงเรียน</li> </ul> |

ที่มา : หนังสือชี้ชวน / หมายเหตุ \* เฉพาะโรงเรียนนานาชาติสิงคโปร์กรุงเทพ

## รายชื่อโรงเรียนนานาชาติที่ได้รับรองคุณภาพจากสถาบันรับรองมาตรฐานสากล

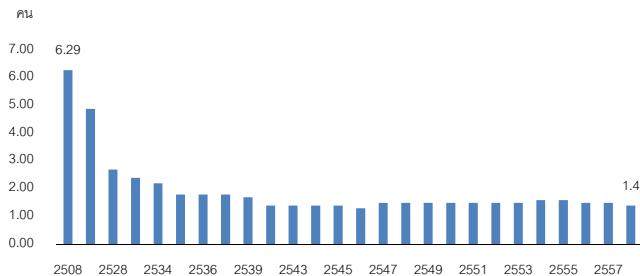
|    | โรงเรียนนานาชาติ                                     | เขต/จังหวัด <sup>1/</sup> | หลักสูตร <sup>1/</sup> | การรับรองคุณภาพในระดับสากล <sup>1/</sup> | อัตราค่าธรรมเนียมการศึกษา / ปีการศึกษา 2560 – 61 (บาท) |
|----|------------------------------------------------------|---------------------------|------------------------|------------------------------------------|--------------------------------------------------------|
| 1  | Shrewsbury International School                      | เขตบางคอแหลม/กรุงเทพฯ     | British                | CIS                                      | 552,900 ถึง 993,300                                    |
| 2  | NIST International School                            | เขตวัฒนา/กรุงเทพฯ         | IB                     | CIS, NEASC                               | 515,600 ถึง 937,900                                    |
| 3  | Harrow International School                          | เขตดอนเมือง/กรุงเทพฯ      | British                | CIS                                      | 448,900 ถึง 934,900                                    |
| 4  | International School Bangkok                         | อ.ปากเกร็ด/จ.นนทบุรี      | American, IB           | WASC                                     | 536,000 ถึง 974,900                                    |
| 5  | Bangkok Patana School                                | เขตบางนา/กรุงเทพฯ         | British, IB            | CIS, NEASC                               | 421,500 ถึง 820,500                                    |
| 6  | Concordian International School                      | อ.บางพลี/จ.สมุทรปราการ    | IB                     | CIS, NEASC                               | 492,200 ถึง 757,600                                    |
| 7  | KIS International School                             | เขตห้วยขวาง/กรุงเทพฯ      | IB                     | CIS                                      | 347,400 ถึง 731,300                                    |
| 8  | Ruamrudee International School                       | เขตมีนบุรี/กรุงเทพฯ       | American               | WASC                                     | 378,400 ถึง 709,500                                    |
| 9  | Berkeley International School                        | เขตบางนา/กรุงเทพฯ         | American               | WASC                                     | 443,675 ถึง 689,575                                    |
| 10 | Anglo Singapore International School                 | เขตพระโขนง/กรุงเทพฯ       | British, Singapore     | CIS, WASC                                | 297,300 ถึง 683,000 <sup>2/</sup>                      |
| 11 | St. Andrews International School Bangkok             | เขตพระโขนง/กรุงเทพฯ       | British                | CfBT                                     | 312,000 ถึง 656,000                                    |
| 12 | The Regent's School, Bangkok                         | เขตวังทองหลาง/กรุงเทพฯ    | British, IB            | CIS                                      | 349,410 ถึง 655,200                                    |
| 13 | Bromsgrove International School Thailand             | เขตมีนบุรี/กรุงเทพฯ       | British                | CIS                                      | 303,150 ถึง 607,680                                    |
| 14 | Bangkok International Preparatory & Secondary School | เขตวัฒนา/กรุงเทพฯ         | British                | CIS, NEASC                               | 460,000 ถึง 602,000                                    |
| 15 | Singapore International School of Bangkok            | เขตวังทองหลาง/กรุงเทพฯ    | British, Singapore     | CIS, NEASC                               | 304,500 ถึง 598,500                                    |
| 16 | St. Stephen's International School (Bangkok)         | เขตจตุจักร/กรุงเทพฯ       | British                | CIS, NEASC                               | 326,350 ถึง 598,150                                    |
| 17 | St. Andrews International School Samakee             | อ.เมือง/จ.นนทบุรี         | British                | CfBT                                     | 581,200 ถึง 581,200                                    |
| 18 | St. Andrews International School, Bangna             | เขตบางนา/กรุงเทพฯ         | British                | CfBT                                     | 510,615 ถึง 586,400                                    |
| 19 | St. Andrews International School Sathorn             | เขตบางรัก/กรุงเทพฯ        | British                | CfBT                                     | 510,615 ถึง 553,050                                    |
| 20 | Ascot International School                           | เขตสะพานสูง/กรุงเทพฯ      | British                | CIS, WASC                                | 280,050 ถึง 495,900                                    |
| 22 | Charter International School                         | เขตประเวศ/กรุงเทพฯ        | British                | CIS, WASC                                | 270,000 ถึง 495,000                                    |
| 21 | International Community School                       | เขตบางนา/กรุงเทพฯ         | American               | WASC                                     | 285,300 ถึง 482,600                                    |
| 23 | St. Andrews International School Dusit               | เขตดุสิต/กรุงเทพฯ         | British                | CfBT                                     | 345,600 ถึง 477,675                                    |
| 24 | RBIS-Rasami British International School             | เขตปทุมธานี/กรุงเทพฯ      | British                | CfBT                                     | 210,000 ถึง 459,000                                    |
| 25 | Traill International School                          | เขตห้วยหมาก/กรุงเทพฯ      | British                | CfBT                                     | 288,300 ถึง 448,350                                    |
| 26 | Wells International School                           | เขตพระโขนง/กรุงเทพฯ       | American, IB           | WASC                                     | 200,000 ถึง 440,000                                    |
| 27 | Garden International School, Bangkok                 | เขตยานนาวา/กรุงเทพฯ       | British                | CfBT                                     | 195,600 ถึง 414,000                                    |
| 28 | Keera-Pat International School                       | เขตบางเขน/กรุงเทพฯ        | American               | WASC                                     | 250,000 ถึง 400,000                                    |
| 29 | Thai-Chinese International School                    | อ.บางพลี/จ.สมุทรปราการ    | American               | WASC                                     | 309,979 ถึง 398,462                                    |
| 30 | Heathfield International School                      | เขตสะพานสูง/กรุงเทพฯ      | British                | CIS, CfBT                                | 235,200 ถึง 335,600                                    |
| 31 | Thai-Singapore International School                  | อ.เมือง/จ.สมุทรปราการ     | Singapore              | CfBT                                     | 171,000 ถึง 330,000                                    |
| 32 | The American School of Bangkok                       | เขตวัฒนา/กรุงเทพฯ         | American               | WASC                                     | 160,500 ถึง 320,500                                    |
| 33 | Niva International School                            | เขตบางกะปิ/กรุงเทพฯ       | American               | WASC                                     | 169,000 ถึง 275,000                                    |
| 34 | Kevallee International School                        | เขตคลองสามวา/กรุงเทพฯ     | American               | WASC                                     | 150,000 ถึง 240,000                                    |
| 35 | Thai-Sikh International School                       | อ.เมือง/จ.สมุทรปราการ     | British                | CIS                                      | 169,000 ถึง 225,000                                    |
| 36 | Bangkok Grace International School                   | เขตวังทองหลาง/กรุงเทพฯ    | American               | WASC                                     | 128,000 ถึง 213,400                                    |
| 37 | International Pioneers School                        | เขตคลองสาน/กรุงเทพฯ       | British                | WASC                                     | 129,000 ถึง 208,000                                    |
| 38 | Modern International School, Bangkok                 | เขตวัฒนา/กรุงเทพฯ         | British                | CfBT                                     | 152,000 ถึง 201,000                                    |
| 39 | Trinity International School                         | เขตคลองเตย/กรุงเทพฯ       | American               | WASC                                     | 144,780 ถึง 194,970                                    |
| 40 | Ramkhamhaeng Advent International School             | เขตบางกะปิ/กรุงเทพฯ       | American               | WASC                                     | 157,500 ถึง 177,500                                    |
| 41 | Ekamai International School                          | เขตวัฒนา/กรุงเทพฯ         | American               | WASC                                     | 140,000 ถึง 163,500                                    |

ที่มา : หนังสือชี้ชวน /หมายเหตุ 1/ สมาคมโรงเรียนนานาชาติ website หรือ เอกสารของแต่ละโรงเรียน 2/เป็นอัตราค่าธรรมเนียมการศึกษาของปีการศึกษา 2559 – 2560

## จำนวนนักเรียนนานาชาติ SISB โตเกินเหนืออุตสาหกรรม

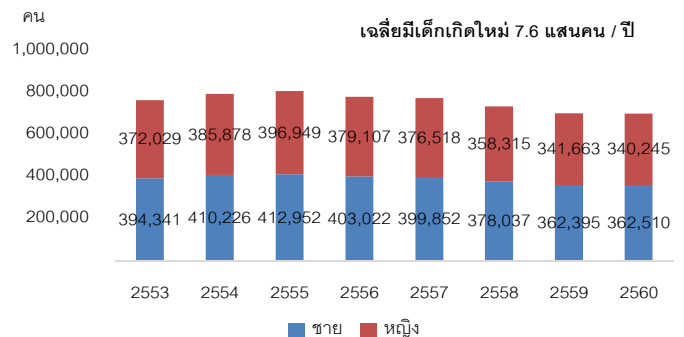
จำนวนนักเรียนที่จะเข้ามาเรียนในหลักสูตรนานาชาติเป็นปัจจัยหลัก สำหรับการเติบโตในอนาคตของ SISB จึงมีความเกี่ยวข้องกับจำนวนประชากรวัยเด็กและโครงสร้างประชากรเป็นสำคัญ แม้ตั้งแต่มี “นโยบายวางแผนครอบครัวแห่งชาติปี 2513” จนมีคำขวัญ “มีลูกมากจะยากจน” ส่งผลให้การเกิดลดลงมาก พิจารณาจากข้อมูล สำนักอนามัยเจริญพันธุ์ และ ธนาคารแห่งประเทศไทย จะพบว่าอัตราเจริญพันธุ์รวม (Total Fertility Rate : จำนวนบุตรโดยเฉลี่ยที่สตรีคนหนึ่งให้กำเนิดตลอดวัยเจริญพันธุ์ (15 – 49 ปี)) ของไทย จากปี 2508 ประมาณ 6.29 คน ลดด้วยเจริญพันธุ์ ลดลงมาอยู่ที่ 1.4 คน ในปัจจุบัน กล่าวคือ 1 ครอบครัว หากคิดมีบุตรจะมีบุตร 1 คน ทั้งนี้ช่วงปี 2553 – 2560 ประเทศไทยมีเด็กเกิดใหม่เฉลี่ย 7.6 แสนคน/ปี ส่วนระยะถัดไป “สำนักงานคณะกรรมการพัฒนาการเศรษฐกิจและสังคมแห่งชาติ” คาดอัตราเจริญพันธุ์รวมในปี 2578 จะอยู่ที่ 1.36 คน

อัตราเจริญพันธุ์รวม



ที่มา : สำนักอนามัยเจริญพันธุ์ และ ธนาคารแห่งประเทศไทย

จำนวนเด็กเกิดรายปี



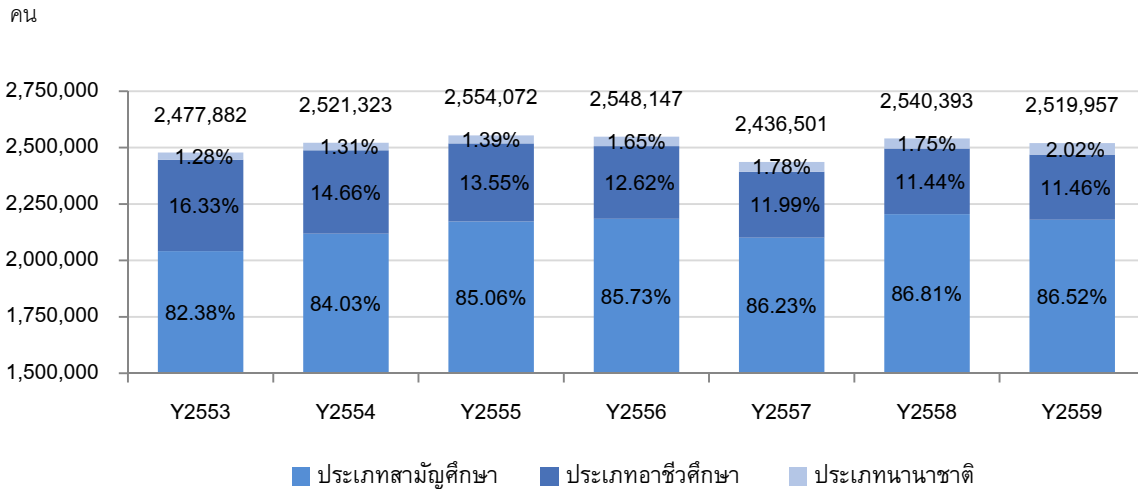
ที่มา : สำนักบริหารการทะเบียน กรมการปกครอง กระทรวงมหาดไทย

ในทางตรงข้ามการมีบุตรเพียง 1 คน ย่อมทำให้ผู้ปกครอง (ถือเป็นผู้มีอำนาจในการตัดสินใจซื้อ) สามารถทุ่มเทค่าใช้จ่ายให้กับบุตรเพียงคนเดียว โดยเฉพาะเรื่องการศึกษาของบุตร ซึ่งถือเป็นทุนมนุษย์ (Human Capital) และคงจะปฏิเสธไม่ได้ว่าทักษะภาษาอังกฤษ เป็นปัจจัยที่จะทำให้บุตรของตนสามารถประสบความสำเร็จในอนาคตเหนือคู่แข่งในตลาดแรงงาน ประกอบกับกลุ่มลูกค้าเป้าหมายที่สามารถจ่ายค่าเทอมระดับ 140,000 – 993,300 บาท / ปี มีอัตราการเติบโตสูง ประเมินจากข้อมูลของ Capgemini Financial Services Analysis ปี 2560 พบว่าจำนวนผู้มีความมั่งคั่งสูง (มีสินทรัพย์เกิน 1 ล้านดอลลาร์สหรัฐฯ โดยไม่นับรวมที่อยู่อาศัย (High Net Worth Individual : HNWI)) นับตั้งแต่ปี 2551 – 59 สูงขึ้นเฉลี่ย 11.17% ต่อปี มากกว่าค่าเฉลี่ยโลกที่ 7.5%

ปัจจัยข้างต้นถูกสะท้อนบนจำนวนนักเรียนในหลักสูตรนานาชาติช่วงปี 2553 – 2559 เติบโตติดต่อกันมาตลอด 6 ปี คิดเป็นอัตราการเติบโตเฉลี่ย (CAGR) ที่ระดับ 8.5% ต่อปี จาก 31,839 คนในปี 2553 มาอยู่ที่ 50,958 คนในปี 2559 สูงกว่าการเติบโตของจำนวนนักเรียนเอกชนทั้งระบบประมาณ 2.5 ล้านคน ที่เติบโตเพียง 0.28% ต่อปี ทั้งนี้ข้อมูลนักเรียนในอดีตของ “SISB” ถือว่าเติบโตโดดเด่นกว่าอุตสาหกรรม โดยในปี 2559 – 2560 ขยายตัวเฉลี่ย 14% ต่อปี

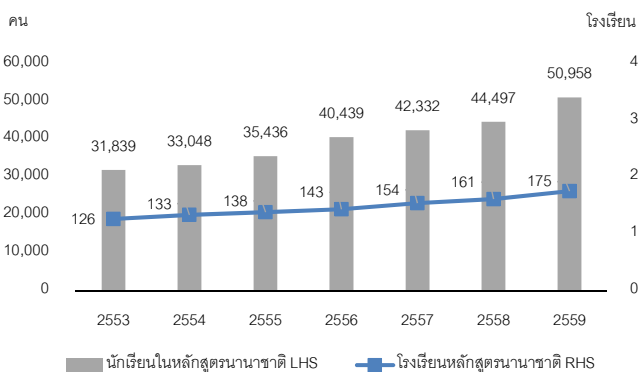
สำหรับปี 2561 – 2567 ฝ่ายวิจัยคาดการณ์จำนวนนักเรียนในหลักสูตรนานาชาติ จะมีอัตราเติบโตเฉลี่ย 6% - 8% ต่อปี โกลด์เคียงช่วงที่ผ่านมา แรงขับเคลื่อนจากปัจจัยที่ได้กล่าวไปข้างต้น ผสานกับการเติบโตของเศรษฐกิจไทย นอกจากนี้ยังได้อานิสงส์จากการเพิ่มขึ้นของจำนวนชาวต่างชาติที่เข้ามาทำงานในประเทศไทย โดยข้อมูลตั้งแต่ปี 2554 เพิ่มขึ้นเฉลี่ย 7.25% ต่อปี และคาดเพิ่มต่อเนื่อง หลังรัฐบาลมีนโยบายส่งเสริมการลงทุนให้กับบริษัทต่างประเทศ อาทิ โครงการเศรษฐกิจพิเศษตะวันออก (EEC) ซึ่งมีโอกาสนำครอบครัวมาพำนักอาศัยในเมืองไทย ช่วยเพิ่มความต้องการใช้บริการโรงเรียนนานาชาติสูงขึ้น โดยรวมเป็นบวกต่อจำนวนนักเรียนของโรงเรียนที่ SISB ได้รับใบอนุญาตโดยตรง ซึ่งมีโอกาสเพิ่มขึ้นไปในทิศทางเดียวกับอุตสาหกรรม

## จำนวนนักเรียนโรงเรียนเอกชนในระบบและสัดส่วนนักเรียนแต่ละประเภท



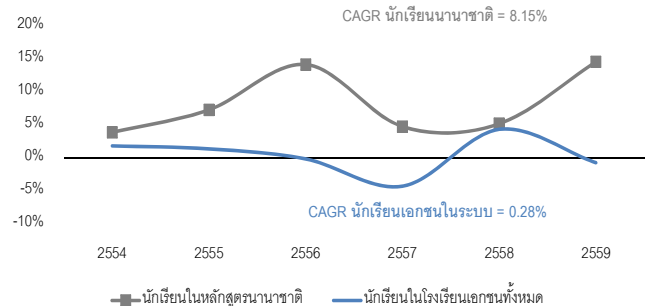
ที่มา : หนังสือชี้ชวน

## ตารางแสดงจำนวนโรงเรียนและนักเรียนนานาชาติ



ที่มา : หนังสือชี้ชวน

## ตารางแสดงอัตราการเติบโตนักเรียนนานาชาติ



ที่มา : หนังสือชี้ชวน

## เสนอขายหุ้น IPO รวม 260 ล้านหุ้น ราคาพาร์ 0.50 บาท

บริษัทฯ จะนำเสนอขายหุ้นต่อประชาชนทั่วไปและกรรมการ/พนักงานบริษัท ในครั้งนี้รวมจำนวน 260 ล้านหุ้น (หุ้นใหม่ทั้งหมด) ราคาพาร์ 0.50 บาท คิดเป็นสัดส่วน 27.66% ของจำนวนหุ้นสามัญที่ออกและชำระแล้ว ทั้งหมดของบริษัทฯ หลัง IPO หรือ จำนวน 940 ล้านหุ้น ซึ่งคิดเป็นทุนจดทะเบียนชำระแล้ว 470 ล้านบาท เทียบกับสิ้น มิ.ย. 2561 ที่ 340 ล้านบาท

โดยภายใต้หลักเกณฑ์ของตลาดหลักทรัพย์ฯ กำหนดให้ Strategic Shareholders (กรรมการ ผู้จัดการ และผู้บริหาร รวมถึงผู้ที่เกี่ยวข้อง, ผู้ถือหุ้นที่ถือหุ้น > 5% ของทุนชำระแล้ว รวมถึงผู้ที่เกี่ยวข้อง และผู้มีอำนาจควบคุม) ห้ามขายหุ้น (Silent Period) สัดส่วน 55% ของทุนเรียกชำระแล้ว หรือ 517 ล้านหุ้น หลังเสนอขายหุ้น IPO เป็นระยะเวลา 1 ปีนับจากวันแรกที่บริษัทเข้าซื้อขายในตลาดฯ (โดยหากครบกำหนด 6 เดือนแรกหลังเข้าซื้อขายในตลาดฯ จะสามารถขายได้จำนวน 25% ที่เหลือ 75% จะขายได้เมื่อครบกำหนด 1 ปี) ภายหลังจากเสนอขายหุ้น Strategic Shareholders ถือหุ้นรวมกัน 680 ล้านหุ้น จึงทำให้มีหุ้นที่มีโอกาสไม่ติด Silent Period จำนวน 163 ล้านหุ้น หรือคิดเป็น 17% ของจำนวนหุ้นทั้งหมดหลัง IPO

## สัดส่วนการถือหุ้นก่อนและหลัง IPO

| ผู้ถือหุ้น                             | ก่อน IPO           |             | หลัง IPO           |             |
|----------------------------------------|--------------------|-------------|--------------------|-------------|
|                                        | จำนวนหุ้น          |             | จำนวนหุ้น          |             |
| นายยิว ฮอค โคว                         | 308,720,000        | 45.40%      | 308,720,000        | 32.84%      |
| นางสาววิลาวัดณ์ แก้วกนกวิจิตร          | 272,000,000        | 40.00%      | 272,000,000        | 28.94%      |
| นางสาวนงคณา ทองมี                      | 99,280,000         | 14.60%      | 99,280,000         | 10.56%      |
| กรรมการ ผู้บริหาร และพนักงานของบริษัทฯ | -                  | 0.00%       | 26,000,000         | 2.77%       |
| ประชาชนทั่วไป                          | -                  | 0.00%       | 234,000,000        | 24.89%      |
| <b>รวมจำนวนหุ้น</b>                    | <b>680,000,000</b> | <b>100%</b> | <b>940,000,000</b> | <b>100%</b> |

ที่มา : หนังสือชี้ชวน

## รายได้มั่นคงจาก Recurring Income และมีโอกาสเติบโตอีกมาก

หากพิจารณารูปแบบการรับรู้รายได้ของ SISB ประกอบด้วยค่าธรรมเนียมทางการศึกษาและบริการ คิดเป็นสัดส่วนหลักราว 99% ของรายได้จากการขาย และอีก 1% เป็นรายได้จากการขายอุปกรณ์การศึกษา พบว่ามีความต่อเนื่องเกิดขึ้นเป็นประจำ (Recurring Income) โดยค่าธรรมเนียมทางการศึกษาและบริการ แบ่งเป็น

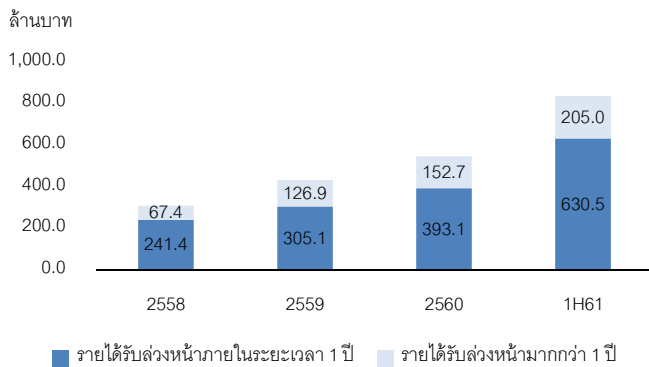
- รายได้จากการจัดการศึกษา (สัดส่วนประมาณ 94% ของรายได้จากการขาย) คือค่าเทอมที่จะรับรู้จนกว่านักเรียนจะลาออกหรือจบการศึกษา แบ่งเป็น 3 ภาคการศึกษา เปิดเทอม 1 (ก.ย. – ธ.ค.) เทอม 2 (ม.ค. – เม.ย.) และเทอมสุดท้าย (พ.ค. – ส.ค.)
- รายได้จากค่าสมัครเรียนและค่าธรรมเนียมแรกเข้า (สัดส่วน 5% ของรายได้จากการขาย) ประมาณ 200,000 บาท/คน เก็บครั้งแรกตอนรับเด็กเข้าเรียน (ไม่มีการคืน) และจะรับรู้ตามประมาณการระยะเวลาเรียนเฉลี่ย

โดยรายได้ทั้ง 2 ส่วนนี้จะรับรู้ตลอดระยะเวลาที่เด็กทำการศึกษาอยู่ที่โรงเรียน ซึ่งสามารถพิจารณาได้จากรายการรายได้รับล่วงหน้าในงบแสดงฐานะทางการเงิน กล่าวโดยสรุปคือรับเงินสดก่อน แต่ส่งมอบบริการในภายหลัง ช่วยสร้างความมั่นคงและต่อเนื่องให้กับกระแสเงินสดจากการดำเนินงาน (CFO) ในอนาคตของ SISB

ทั้งนี้ ณ 30 มิ.ย. 2561 บริษัทฯ มีรายการรายได้รับล่วงหน้าทั้งสิ้น 835.5 ล้านบาท เพิ่มขึ้นจากสิ้นปี 2560 ที่ 546 ล้านบาท จากการเก็บค่าเทอมช่วงเดือน ม.ค. 61 และ พ.ค. 61 แบ่งเป็นรายได้รอการรับรู้ภายในระยะเวลา 1 ปี จำนวน 630.5 ล้านบาท ส่วนนี้จะเป็นการการันตีรายได้ในงบกำไรขาดทุนช่วง 2H61 – 1H62 ส่วนรายได้รอการรับรู้มากกว่า 1 ปี จำนวน 205 ล้านบาท จะรับรู้ช่วงถัดไป

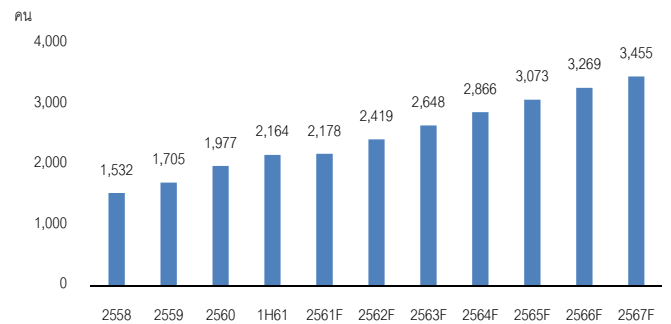
ฝ่ายวิจัยคาด “รายการรายได้รับล่วงหน้า” มีแนวโน้มเพิ่มขึ้นอย่างต่อเนื่อง เพราะ Seat Utilization ปัจจุบันอยู่ที่ 56% ทำให้มีโอกาสเติบโตได้อีกมาก ตามภาพรวมอุตสาหกรรมนักเรียนในหลักสูตรนานาชาติ โดยฝ่ายวิจัยคาดการณ์ช่วง ส.ค. ของทุกปี ซึ่งเป็นช่วงก่อนเปิดเทอมใหม่เดือน ก.ย. SISB จะมีจำนวนนักเรียนใหม่เพิ่มขึ้นสุทธิประมาณ 200 คน / ปี (หักนักเรียนจบการศึกษา) ทำให้บริษัทฯ ได้รับค่าธรรมเนียมแรกเข้าและค่าเทอมการศึกษาจากทั้งนักเรียนใหม่และนักเรียนเก่า ซึ่งเป็นเหตุการณ์ที่จะเกิดขึ้นประจำทุกปีหนุนต่อกระแสเงินสดจากการดำเนินงาน (CFO) ขยายตัวต่อเนื่อง นอกจากนี้การที่รายได้ 100% มาจากในประเทศ จึงเชื่อได้ว่าผลกระทบจากสงครามการค้าค่อนข้างจำกัด

รายได้รับล่วงหน้าของ SISB



ที่มา : งบการเงิน

แนวโน้มจำนวนนักเรียน SISB



ที่มา : หนังสือชี้ชวน และ ฝ่ายวิจัย ASPS

## กำไร 1H61 เติบโตอัตราก้าวกระโดด 5.3 เท่า จากการประหยัดจากขนาด

แม้กำไรปี 2560 ลดลง 74% YoY อยู่ที่ 18 ล้านบาท สาเหตุหลักมาจาก Gross Margin หดตัวจาก 39.2% ช่วงปีก่อน มาอยู่ที่ 33.4% หลักๆ มาจากค่าเสื่อมราคา (สัดส่วน 20% ของต้นทุนขาย) สูงขึ้น 147% yoy จาก 40 ล้านบาทปีก่อน มาอยู่ที่ 99 ล้านบาท อันเป็นผลจากการขยายอาคารที่โรงเรียนนานาชาติ กรุงเทพลิงคโพรในสวนระดับชั้นมัธยม เพื่อรองรับการเติบโตในอนาคต อย่างไรก็ตามหากพิจารณา กำไรก่อนดอกเบี้ยภาษี ภาษี ค่าเสื่อมราคาและตัดจำหน่าย (EBITDA) เท่ากับ 149 ล้านบาท ขยายตัว 22% YoY เป็นไปในทิศทางเดียวกับยอดขายที่ขยายตัว 22% เท่ากับ 738 ล้านบาท แรงหนุนจากปริมาณนักเรียนเพิ่มขึ้น และอัตราค่าธรรมเนียมการศึกษาสูงขึ้นจากการเรียนในกิจกรรมเสริมหลักสูตร ด้านสัดส่วน SG&A/Sales ทรงตัวจากปี 2559 อยู่ที่ 26.6%

กำไร 1H61 กลับมาเติบโตอัตราก้าวกระโดด 5.3 เท่า อยู่ที่ 44 ล้านบาท แรงส่งจากการประหยัดจากขนาด (Economies of Scales) เพราะต้นทุนส่วนใหญ่เป็นต้นทุนคงที่ อาทิ ค่าเสื่อมราคา เงินเดือนอาจารย์ ประกอบกับการบริหารจัดการต้นทุนการศึกษาอย่างมีประสิทธิภาพ ผลักดัน Gross Margin ขึ้นตัวจาก 34.4% ช่วงเดียวกันปีก่อนเป็น 37.2% เช่นเดียวกับค่าใช้จ่ายขายและบริหาร ส่วนใหญ่คงที่ ทำให้สัดส่วน SG&A/Sales ลดลงจาก 27.6% ปีก่อนเหลือ 24.3% ในช่วง 1H61 องค์ประกอบดังกล่าวหนุนกำไรขยายตัวโดดเด่นกว่ายอดขายที่เติบโต 29% yoy เท่ากับ 446 ล้านบาท สอดคล้องกับจำนวนนักเรียนที่เพิ่มขึ้น เนื่องจากการเปิดโรงเรียนนานาชาติลิงคโพรธนบุรี (ตั้งแต่ ต.ค. 60) ด้าน Net Profit Margin สูงขึ้นจาก 2% ช่วงปีก่อน มาอยู่ที่ 9.8%

## ผลการดำเนินงานรายไตรมาส

| (ล้านบาท)           | 1Q60   | 2Q60  | 1Q61  | 2Q61  | % YoY  | % QoQ | 1H61  | 1H60  | % YoY  |
|---------------------|--------|-------|-------|-------|--------|-------|-------|-------|--------|
| ยอดขาย              | 171    | 174   | 223   | 223   | 28.3%  | -0.1% | 446   | 345   | 29.3%  |
| กำไรขั้นต้น         | 53     | 65    | 83    | 83    | 27.0%  | 0.2%  | 166   | 119   | 39.8%  |
| ค่าใช้จ่ายดำเนินงาน | 45     | 50    | 55    | 54    | 8.6%   | -1.1% | 108   | 95    | 14.0%  |
| กำไรสุทธิ           | (0)    | 7     | 23    | 21    | 181.1% | -9.1% | 44    | 7     | 532.6% |
| กำไรจากการดำเนินงาน | (0.5)  | 7     | 23    | 21    | 181.1% | -9.1% | 44    | 7     | 532.6% |
| EPS (บาท)           | (0.00) | 0.01  | 0.03  | 0.03  | 181.1% | -9.1% | 0.06  | 0.01  | 532.6% |
| Norm EPS (บาท)      | (0.00) | 0.01  | 0.03  | 0.03  | 181.1% | -9.1% | 0.06  | 0.01  | 532.6% |
| Gross margin        | 31.1%  | 37.7% | 37.2% | 37.3% |        |       | 37.2% | 34.4% |        |
| SG&A/Sales          | 26.5%  | 28.6% | 24.4% | 24.2% |        |       | 24.3% | 27.6% |        |
| Net profit margin   | -0.3%  | 4.3%  | 10.3% | 9.3%  |        |       | 9.8%  | 2.0%  |        |
| Norm profit margin  | -0.3%  | 4.3%  | 10.3% | 9.3%  |        |       | 9.8%  | 2.0%  |        |

ที่มา : งบการเงิน / หมายเหตุกำไรต่อหุ้นทั้งหมดคำนวณจากจำนวนหุ้น 680 ล้านหุ้น

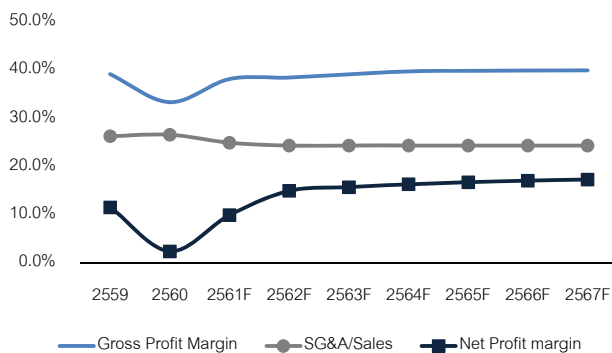
## ภาคกำไรปี 2561 เติบโต 4 เท่า YoY และต่อเนื่อง 75% ในปี 2562

แนวโน้มกำไร 2H61 คาดเพิ่มขึ้น 3.2 เท่า YoY เท่ากับ 46 ล้านบาท ขยับเคลื่อนด้วยยอดขายสูงขึ้น 17% yoy อยู่ที่ 461 ล้านบาท ตามปริมาณนักเรียนใหม่เพิ่มขึ้น ด้าน Gross Margin ประเมินฟื้นตัวจาก 33% ช่วงเดียวกันปีก่อนเป็น 39% อันสืบเนื่องจากการประหยัดจากขนาด เมื่อรวมกับกำไร 1H61 **คาดผลกำไรกำไรปี 2561 เติบโตเด่นชัด 4 เท่า YoY เท่ากับ 90 ล้านบาท** ภายใต้สมมติฐานยอดขายปี 2561 สูงขึ้น 23% yoy ที่ 907 ล้านบาท ส่วน Gross Margin อยู่ที่ระดับ 38.2% ขณะที่สัดส่วน SG&A/Sales ลดลงจาก 26.6% ในปี 2560 มาอยู่ที่ 25% **โดยรวมหนุน Net Profit Margin 10% ฟื้นตัวในอัตราเร่งจากปี 2560 ที่ทำได้เพียง 2%**

**สำหรับกำไรปี 2562 คาดการณ์ที่ 157 ล้านบาท เติบโต 75% yoy** โดยประเมินยอดขายขยายตัว 16% yoy เท่ากับ 1,051 ล้านบาท แรงแทนจากจำนวนนักเรียนใหม่เพิ่ม 9% yoy และการขึ้นค่าธรรมเนียมการศึกษา 5% yoy ตรงข้ามกับต้นทุนส่วนใหญ่เป็นต้นทุนคงที่ ได้แก่ ค่าเสื่อมราคา (สัดส่วน ~21% ของต้นทุนการให้บริการ) และต้นทุนบุคลากร (สัดส่วน ~48% ของต้นทุนการให้บริการ) องค์ประกอบดังกล่าวคาดว่าจะให้ Gross Margin เพิ่มขึ้นเป็น 38.5% (ปี 2559 เคยทำได้ถึง 39.2%) ด้านสัดส่วน SG&A/Sales ลดลงจากปี 2561 มาอยู่ที่ 24.4% ซึ่งเป็นระดับที่ใกล้เคียงกับ 1H61 รวมถึงไม่มีภาระดอกเบี้ยจ่าย (ปี 2561 คาด 34 ล้านบาท) ภายใต้สมมติฐานว่าบริษัทฯ จะนำเงินที่ได้จาก IPO ไปชำระคืนเงินกู้ที่บริษัทฯ มีอยู่กับสถาบันการเงินทั้งหมด ภาพรวมส่งผลให้ Net Profit Margin อยู่ที่ 15%

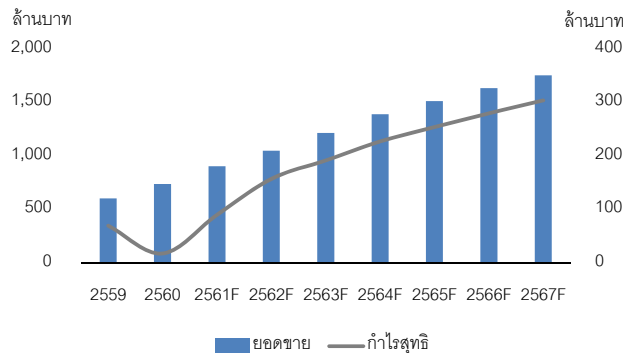
**ส่วนกำไรปี 2563 – 2567 มีแนวโน้มสูงขึ้นต่อเนื่องอยู่ที่ 192 – 304 ล้านบาท** คิดเป็น CAGR เฉลี่ย 14% หนุนด้วยยอดขายที่มีลักษณะเป็น Recurring Income ตามประมาณการระยะเวลาเรียนเฉลี่ย และมีโอกาสเพิ่มขึ้นในแต่ละปี จากจำนวนนักเรียนใหม่สุทธิราว 200 คน/ปี และรับประโยชน์จากการประหยัดจากขนาด (Economies of Scales) มากขึ้น คาดผลกำไร Net Profit Margin อยู่ที่ 16% - 17%

ประสิทธิภาพการกำไร SISB



ที่มา : งบการเงิน และ ฝ่ายวิจัย ASPS

แนวโน้มพลประกอบการรายปี



ที่มา : งบการเงิน และ ฝ่ายวิจัย ASPS

ทั้งนี้ SISB เป็นธุรกิจที่มีการรับเงินสดล่วงหน้า จึงควรพิจารณากระแสเงินสดจากการดำเนินงาน (CFO) ประกอบ โดยช่วงปี 2559 บริษัทฯ มี CFO ที่ 208 ล้านบาท และเพิ่มเป็น 225 ในปี 2560 ขณะที่ปี 2561 – 2567 ประเมิน CFO สูงขึ้นต่อเนื่อง ตามปริมาณนักเรียนใหม่เพิ่มขึ้น อยู่ที่ 338 – 593 ล้านบาท

## สมมติฐานหลักในการทำประมาณการปี 2561 - 67

- **ยอดขยาย :** ภายได้สมมติฐานโรงเรียนที่ได้รับใบอนุญาตโดยตรง 4 แห่ง ซึ่งสามารถรองรับนักเรียนสูงสุดปีละ 3,865 คน จะมีนักเรียนเพิ่มใหม่สุทธิหลังหักนักเรียนที่จบการศึกษาประมาณ 200 คน / ปี หรือ ขยายตัวเฉลี่ย 8% ต่อปี ใกล้เคียงกับการเติบโตของอุตสาหกรรมด้านค่าธรรมเนียมการศึกษาปี 2561 เฉลี่ยอยู่ที่ 420,000 บาท / คน / ปี และจะปรับเพิ่มขึ้นเฉลี่ย 4% ต่อปี สำหรับค่าธรรมเนียมแรกเข้ากำหนดคงที่ 200,000 บาท/ปี และจะรับรู้ตามประมาณการระยะเวลาเรียนเฉลี่ย โดยรวมทำให้ยอดขยายปี 2561 – 2567 เติบโตเฉลี่ย 13% ต่อปี เท่ากับ 907 ล้านบาท – 1,754 ล้านบาท
- **Gross Margin :** ประเมินปี 2561 - 67 อยู่ที่ระดับ 38.2% - 40% อาศัยจากการประหยัดจากขนาด และการบริหารต้นทุนอย่างมีประสิทธิภาพ
- **SG&A/Sales :** กำหนดสมมติฐานสัดส่วน SG&A/Sales ปี 2561 ที่ 25% ส่วนปี 2562 – 67 อยู่ที่ 24.4%
- **ดอกเบี้ยจ่าย :** ปี 2561 คาดที่ 34 ล้านบาท และตั้งแต่ปี 2562 ไม่มีภาระดอกเบี้ยจ่าย ภายได้สมมติฐานว่าบริษัท จะนำเงินที่ได้จาก IPO ไปชำระคืนเงินกู้ ทั้งหมดกับสถาบันการเงินจำนวน 791 ล้านบาท (ณ 30 มิ.ย. 61)
- **Effective Tax rate :** ที่ระดับ 1.2% ใกล้เคียงช่วง 1H61 ที่ระดับ 1.3% อยู่ในระดับต่ำ เพราะธุรกิจโรงเรียนได้รับการยกเว้นภาษีเงินได้นิติบุคคล

## สมมติฐานในการทำประมาณการ

|                                                         | 2559         | 2560         | 2561F        | 2562F        | 2563F        | 2564F        | 2565F        | 2566F        | 2567F        |
|---------------------------------------------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| <b>ปริมาณนักเรียนรองรับสูงสุด (Capacity Seats) (คน)</b> |              |              |              |              |              |              |              |              |              |
| โรงเรียนนานาชาติสิงคโปร์กรุงเทพฯ                        | 1,510        | 2,170        | 2,170        | 2,170        | 2,170        | 2,170        | 2,170        | 2,170        | 2,170        |
| โรงเรียนนานาชาติสิงคโปร์สุวรรณภูมิ                      | 640          | 640          | 640          | 640          | 640          | 640          | 640          | 640          | 640          |
| โรงเรียนนานาชาติสิงคโปร์ธนบุรี                          | -            | -            | 900          | 900          | 900          | 900          | 900          | 900          | 900          |
| โรงเรียนนานาชาติสิงคโปร์เกษมย์                          | -            | -            | 155          | 155          | 155          | 155          | 155          | 155          | 155          |
| <b>ความจุนักเรียนรวม</b>                                | <b>2,150</b> | <b>2,810</b> | <b>3,865</b> | <b>3,865</b> | <b>3,865</b> | <b>3,865</b> | <b>3,865</b> | <b>3,865</b> | <b>3,865</b> |
| <b>จำนวนนักเรียนรวม</b>                                 |              |              |              |              |              |              |              |              |              |
|                                                         | <b>1,705</b> | <b>1,977</b> | <b>2,178</b> | <b>2,419</b> | <b>2,648</b> | <b>2,866</b> | <b>3,073</b> | <b>3,269</b> | <b>3,455</b> |
| Total Seat Utilization                                  | 79%          | 70%          | 56%          | 63%          | 69%          | 74%          | 79%          | 85%          | 89%          |
| ค่าธรรมเนียมทางการศึกษาและบริการ บาท / คน / ปี          | 350,000      | 380,000      | 420,000      | 441,000      | 463,050      | 486,203      | 491,065      | 495,975      | 500,935      |
| ค่าธรรมเนียมแรกเข้า บาท / คน / ปี                       |              |              | 200,000      | 200,000      | 200,000      | 200,000      | 200,000      | 200,000      | 200,000      |
| <b>รายได้ (ล้านบาท)</b>                                 | <b>603</b>   | <b>738</b>   | <b>907</b>   | <b>1,051</b> | <b>1,217</b> | <b>1,390</b> | <b>1,514</b> | <b>1,635</b> | <b>1,754</b> |
| Gross Margin                                            | 39%          | 33%          | 38%          | 39%          | 39%          | 40%          | 40%          | 40%          | 40%          |
| SG&A/Sales                                              | 26%          | 27%          | 25%          | 24%          | 24%          | 24%          | 24%          | 24%          | 24%          |
| ดอกเบี้ยจ่าย                                            | 9.7          | 29.9         | 34.0         | -            | -            | -            | -            | -            | -            |
| Effective Tax Rate                                      | 1.2%         | 3.6%         | 1.2%         | 1.2%         | 1.2%         | 1.2%         | 1.2%         | 1.2%         | 1.2%         |
| <b>กำไรสุทธิ</b>                                        | <b>69.8</b>  | <b>17.9</b>  | <b>90.1</b>  | <b>157.4</b> | <b>191.8</b> | <b>227.4</b> | <b>254.1</b> | <b>280.0</b> | <b>304.0</b> |
| <b>กระแสเงินสดจากการดำเนินงาน (CFO)</b>                 | <b>207.8</b> | <b>225.2</b> | <b>337.6</b> | <b>399.8</b> | <b>463.3</b> | <b>517.6</b> | <b>521.1</b> | <b>557.7</b> | <b>592.6</b> |

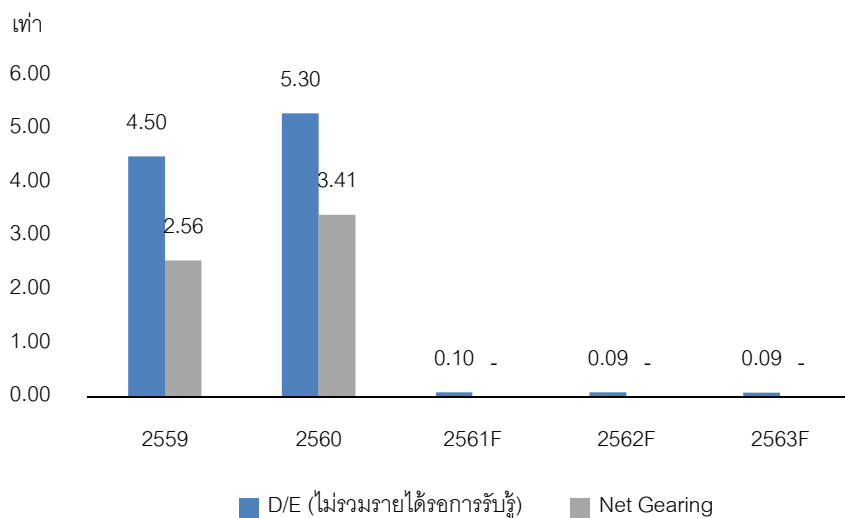
ที่มา : หนังสือชี้ชวน และ ฝ่ายวิจัย ASPS

## หลัง IPO สถานะการเงินแข็งแกร่งขึ้น ... Dividend Payout Ratio ขึ้นต่ำ 40%

แม้โครงสร้างทางการเงิน ณ 30 มิ.ย. 61 มี D/E 4.4 เท่า (ไม่รวมรายได้รอการรับรู้) แต่หากนับเฉพาะหนี้สินที่มีภาระดอกเบี้ย มี Net Gearing ที่ 2.88 เท่า โดยหลัง IPO บริษัทฯ มีแผนนำเงินจากการระดมทุน มาชำระหนี้กับสถาบันการเงินทั้งหมดจำนวน 791 ล้านบาท ย่อมหนุนโครงสร้างทางการเงินแข็งแกร่งขึ้น คาดสิ้นปี 2561 สถานะการเงินจะกลับมาเป็น Net Cash ทำให้ปลอดภัยจากแนวโน้มดอกเบี้ยขาขึ้น และสัดส่วน D/E (ไม่รวมรายได้รอการรับรู้) จะลงมาอยู่ที่ 0.10 เท่า เป็นไปตามเงื่อนไขในสัญญากู้ยืมเงินจากสถาบันการเงิน (Debt Covenant) ที่กำหนดให้ไม่เกิน 2.5 เท่า

สืบเนื่องจากการปรับมาตรฐานบัญชี TFRS 15 (เรื่องรายได้จากสัญญาที่ทำกับลูกค้า) ทำให้ต้องมีการปรับปรุงรายการทางบัญชี ในเรื่องของการรับรู้รายได้ค่าธรรมเนียมแรกเข้าจากการรับรู้เต็มจำนวนครั้งเดียวตามมาตรฐานบัญชีเดิม เป็นตามประมาณการระยะเวลาเรียนเฉลี่ย ส่งผลให้รายได้รอการรับรู้เพิ่มขึ้น และลดกำไรสะสมลงประมาณ 113 ล้านบาท ตามวิธีการทางบัญชี ประกอบกับการจ่ายปันผลในช่วงที่ผ่านมา ส่งผลให้บริษัทฯ มีผลขาดทุนสะสม ณ 30 มิ.ย. 61 จำนวน 132 ล้านบาท ซึ่งอาจทำให้บริษัทฯ ไม่สามารถจ่ายเงินปันผลได้ อย่างไรก็ตามหากอิงตามหนังสือชี้ชวน บริษัทฯ เปิดเผยว่าจะขออนุมัติจากที่ประชุมผู้ถือหุ้นเพื่อดำเนินการโอนทุนสำรองตามกฎหมายและส่วนเกินมูลค่าหุ้นเพื่อชดเชยผลขาดทุนสะสมของบริษัท ตามมาตรา 119 ของพ.ร.บ. มหาชน เพื่อล้างผลขาดทุนสะสม และจะสามารถดำเนินการจ่ายปันผล ภายใต้นโยบาย Dividend Payout Ratio ขั้นต่ำ 40% ของกำไรสุทธิ ทั้งนี้ฝ่ายวิจัยไม่ได้รวมการล้างขาดทุนสะสมไว้ในประมาณการ จนกว่าจะผ่านมติที่ประชุมผู้ถือหุ้น ภายใต้หลักอนุรักษนิยม จึงคาดการณ์บริษัทฯ จะสามารถเริ่มจ่ายปันผลได้ในปี 2563

อัตราส่วน D/E (ไม่รวมรายได้รอการรับรู้) และ Net Gearing



ที่มา : งบการเงิน และ ฝ่ายวิจัย ASPS

## อิง DCF ได้มูลค่าพื้นฐาน 7.30 บาท

เนื่องจากโครงสร้างรายได้ของ SISB อยู่ในรูปแบบค่าเทอมและค่าธรรมเนียมแรกเข้าซึ่งมีความผันผวนต่ำ และรับรู้สม่ำเสมอในลักษณะ Recurring Income ประกอบกับรับเงินสดก่อนให้บริการการศึกษา ส่งให้กระแสเงินสดจากการดำเนินงาน (CFO) เป็นบวกและเพิ่มขึ้นอย่างต่อเนื่อง ดังนั้นเพื่อให้สะท้อนมูลค่าที่แท้จริงของกิจการ ในการประเมิน Fair value จึงใช้วิธี DCF โดยกำหนด WACC ที่ 11.4% และให้ Terminal Growth Rate 1% จะได้มูลค่าพื้นฐานปี 2562 เท่ากับ 7.30 บาท

แม้มูลค่าพื้นฐานจะคิดเป็น Forward P/E ที่ 44 เท่า แต่เมื่อเทียบกับศักยภาพการเติบโตในอนาคตจากจำนวนนักเรียนที่เพิ่มเข้ามา และประสิทธิภาพการทำการค้าที่สูงขึ้น หลังหมดภาระดอกเบี้ยจ่าย โดยอัตราการเติบโตของกำไรช่วง 7 ปี (2561 - 2567) เฉลี่ยระดับ 50% จะคิดเป็น PEG (P/E / Growth Rate) ที่ 0.87 เท่า นอกจากนี้ SISB เป็นธุรกิจที่มีกระแสเงินสดจากการดำเนินงาน (CFO) แข็งแกร่ง และต่อเนื่อง จึงควรนำอัตราส่วน P/CF (Price/CFO) มาพิจารณาเพื่อสะท้อน Valuation ของหุ้นได้ดีกว่า อัตราส่วน P/E โดย SISB มี P/CF อยู่ที่ 17 เท่า ใกล้เคียงหุ้นโรงเรียนเอกชนในประเทศจีน ที่มี P/CF เฉลี่ย 1 ปี ย้อนหลัง 16.6 – 30.6 เท่า

## มูลค่าเหมาะสม SISB ปี 2562 อิงวิธี DCF

| สมมติฐาน             | ประเมินมูลค่าพื้นฐาน                  |
|----------------------|---------------------------------------|
| Capital Structure    |                                       |
| Debt                 | 0.0% PV of FCF (5 Years) 2,001.1      |
| Equity               | 100.0% PV of Terminal Value 3,003.4   |
| Cost of Debts        | 0.0% Free Cash Flow to Firm 5,004.5   |
| Beta                 | 0.92 Plus : Net Cash 1,898.1          |
| Risk Free Rate       | 4.0% Free Cash Flow to Equity 6,902.6 |
| Risk Premium         | 8.0% No. of Shares 940.0              |
| Cost of Equity       | 11.4% FCFE / Share 7.30               |
| WACC                 | 11.4% Forward P/E (เท่า) 44           |
| Terminal Growth Rate | 1.0%                                  |

ที่มา : ฝ่ายวิจัย ASPS

## หุ้นกลุ่มโรงเรียนเอกชนในต่างประเทศ

| Company                        | Country | P/E  | P/CF |
|--------------------------------|---------|------|------|
| CHINA MAPLE LEAF EDUCATIONAL   | China   | 21.9 | 16.6 |
| CHINA YUHUA EDUCATION CORP L   | China   | 21.9 | 18.4 |
| WISDOM EDUCATION INTERNATIONAL | China   | 26.9 | 22.1 |
| VRSCEND EDUCATION CO LTD       | China   | 30.6 | 26.2 |
| HAILIANG EDUCATION GROUP-ADR   | China   | N/A  | 29.9 |
| TAL EDUCATION GROUP- ADR       | China   | 66.1 | 30.6 |

ที่มา : Bloomberg

## Sensitivity Analysis ต่อ Fair Value ปี 2562

| Terminal Growth Rate | Fair Value |
|----------------------|------------|
| 0.0%                 | 7.00       |
| 1.0%                 | 7.30       |
| 2.0%                 | 7.60       |
| 3.0%                 | 8.10       |
| 4.0%                 | 8.70       |

ที่มา : ฝ่ายวิจัย ASPS

## ประเด็นความเสี่ยงที่สำคัญ

1. บริษัทฯ มีความเสี่ยงจากการที่ต้องพึ่งพิงผู้บริหารหลักทั้ง 2 ท่าน คือ นายยิว ฮอค โคว และนางสาววิลาวัดย์ แก้วกนกวิจิตร ซึ่งเป็นผู้ถือหุ้นรายใหญ่และผู้บริหาร ที่มีประสบการณ์ในการบริหารธุรกิจโรงเรียนเอกชนมาเป็นเวลานาน เป็นผู้มีความสำคัญในการบริหารงานของ SISB หากมีการเปลี่ยนแปลงผู้บริหารหลักดังกล่าวอาจส่งผลกระทบต่อการบริหารงานของบริษัทฯ ในอนาคต
2. ความเสี่ยงจากการขาดบุคลากรการศึกษา อาจส่งผลกระทบต่อคุณภาพในการสอน และส่งผลกระทบต่อจำนวนนักเรียนในอนาคต อย่างไรก็ตามที่ผ่านมาบริษัทฯ ไม่เคยประสบปัญหานี้มาก่อน
3. ในระยะยาวอัตราเจริญพันธุ์รวมมีแนวโน้มลดลง ส่งผลให้จำนวนเด็กลดลง ย่อมกดดันต่อธุรกิจการศึกษาให้เกิดการแข่งขันที่รุนแรงในกลุ่มโรงเรียนนานาชาติมากขึ้นในอนาคต โดยเฉพาะเรื่องการปรับขึ้นค่าธรรมเนียมการศึกษา
4. ความเสี่ยงจากข้อกฎหมายที่อาจเปลี่ยนแปลงตามนโยบายภาครัฐ ซึ่งเป็นเรื่องที่ต้องติดตามอย่างใกล้ชิด

## ประมาณการผลการดำเนินงานปี 2561- 63

## งบกำไรขาดทุน (ล้านบาท)

| สิ้นสุด 31 ธ.ค.              | 2560  | 2561F | 2562F | 2563F |
|------------------------------|-------|-------|-------|-------|
| ยอดขาย                       | 738   | 907   | 1,051 | 1,217 |
| ต้นทุนขาย                    | (491) | (560) | (646) | (739) |
| กำไรขั้นต้น                  | 247   | 347   | 405   | 477   |
| ค่าใช้จ่ายในการขาย           | (197) | (227) | (256) | (297) |
| ดอกเบี้ยจ่าย                 | (30)  | (34)  | -     | -     |
| ค่าใช้จ่ายอื่น               | -     | -     | -     | -     |
| รายได้อื่น                   | 8     | 10    | 12    | 14    |
| กำไรสุทธิก่อนหักภาษี         | 28    | 96    | 160   | 194   |
| ภาษีเงินได้                  | (1)   | (1)   | (2)   | (2)   |
| กำไรสุทธิก่อนรายการพิเศษ     | 28    | 95    | 158   | 192   |
| รายการพิเศษอื่น ๆ            | -     | -     | -     | -     |
| กำไรจากการดำเนินงาน          | 18    | 90    | 157   | 192   |
| กำไรสุทธิ                    | 18    | 90    | 157   | 192   |
| EPS                          | 0.04  | 0.13  | 0.17  | 0.20  |
| การเติบโตของยอดขาย           | 23%   | 23%   | 16%   | 16%   |
| การเติบโตของกำไรสุทธิ        | -74%  | 403%  | 75%   | 22%   |
| อัตราส่วนกำไรขั้นต้น         | 33%   | 38%   | 39%   | 39%   |
| อัตราส่วนกำไรจากการดำเนินงาน | 2%    | 10%   | 15%   | 16%   |

## งบกำไรขาดทุนรายไตรมาส (ล้านบาท)

| สิ้นสุด 31 ธ.ค.           | 1Q60  | 2Q60  | 1Q61  | 2Q61  |
|---------------------------|-------|-------|-------|-------|
| ยอดขาย                    | 171   | 174   | 223   | 223   |
| ต้นทุนขาย                 | (118) | (108) | (140) | (140) |
| กำไรขั้นต้น               | 53    | 65    | 83    | 83    |
| ค่าใช้จ่ายในการขาย        | (45)  | (50)  | (55)  | (54)  |
| ดอกเบี้ยจ่าย              | (7)   | (8)   | (7)   | (11)  |
| รายได้อื่นและส่วนแบ่งกำไร | 2     | 2     | 2     | 3     |
| กำไรสุทธิก่อนหักภาษี      | (0)   | 8     | 23    | 21    |
| ภาษีเงินได้               | (0)   | (0)   | (0)   | (0)   |
| กำไรสุทธิก่อนรายการพิเศษ  | (0)   | 7     | 23    | 21    |
| รายการพิเศษอื่น ๆ         | -     | -     | -     | -     |
| ผู้ถือหุ้นส่วนน้อย        | -     | -     | -     | -     |
| กำไรสุทธิ                 | (0)   | 7     | 23    | 21    |
| กำไรจากการดำเนินงาน       | (0)   | 7     | 23    | 21    |

|                              |     |     |     |      |
|------------------------------|-----|-----|-----|------|
| ยอดขาย (YoY)                 |     |     | 30% | 28%  |
| กำไรสุทธิ (YoY)              |     |     | N/A | 181% |
| อัตราส่วนกำไรขั้นต้น         | 31% | 38% | 37% | 37%  |
| อัตราส่วนกำไรจากการดำเนินงาน | 0%  | 4%  | 10% | 9%   |

## อัตราส่วนทางการเงิน

| สิ้นสุด 31 ธ.ค.                         | 2560 | 2561F | 2562F | 2563F |
|-----------------------------------------|------|-------|-------|-------|
| อัตราส่วนสภาพคล่อง (เท่า)               | 0.2  | 3.0   | 3.3   | 3.5   |
| อัตราส่วนสภาพคล่องหมุนเร็ว (เท่า)       | 0.2  | 3.0   | 3.3   | 3.5   |
| อัตราส่วนหมุนเวียนลูกหนี้การค้า (เท่า)  | 21.8 | 21.8  | 21.8  | 21.8  |
| อัตราส่วนหมุนเวียนสินค้าคงเหลือ (เท่า)  | 54.8 | 54.5  | 54.5  | 54.5  |
| อัตราส่วนหมุนเวียนเจ้าหนี้การค้า (เท่า) | 11.9 | 12.0  | 12.0  | 12.0  |
| หนี้สินต่อส่วนผู้ถือหุ้น (เท่า)         | 8.2  | 0.4   | 0.4   | 0.5   |
| ผลตอบแทนจากสินทรัพย์เฉลี่ย (%)          | 1%   | 4%    | 5%    | 6%    |
| ผลตอบแทนจากผู้ถือหุ้นเฉลี่ย (%)         | 10%  | 8%    | 7%    | 8%    |

## ประมาณการผลการดำเนินงานปี 2561- 63

## งบกระแสเงินสด (ล้านบาท)

| สิ้นสุด 31 ธ.ค.                    | 2560  | 2561F | 2562F | 2563F |
|------------------------------------|-------|-------|-------|-------|
| กระแสเงินสดจากการดำเนินงาน         |       |       |       |       |
| กำไรสุทธิ                          | 18    | 90    | 157   | 192   |
| รายการเปลี่ยนแปลงที่ไม่กระทบเงินสด |       |       |       |       |
| ค่าเสื่อมราคาและตัดจำหน่าย         | 101   | 120   | 136   | 149   |
| กำไร/ขาดทุนจาก Fx ที่ไม่ได้รับรู้  | -     | -     | -     | -     |
| อื่นๆ                              | -     | -     | -     | -     |
| เพิ่ม/ลด จากกิจกรรมการดำเนินงาน    | 101   | 127   | 106   | 122   |
| กระแสเงินสดจากการดำเนินงานสุทธิ    | 225   | 338   | 400   | 463   |
| กระแสเงินสดจากการลงทุน             |       |       |       |       |
| เพิ่ม/ลด จากการลงทุนระยะสั้น       |       |       |       |       |
| เพิ่ม/ลด จากการลงทุนที่เกี่ยวข้อง  | (70)  | (250) | -     | -     |
| เพิ่ม/ลด จากสินทรัพย์ถาวร          | (357) | (97)  | (80)  | (65)  |
| กระแสเงินสดจากการลงทุนสุทธิ        | (426) | (347) | (80)  | (65)  |
| กระแสเงินสดจากการจัดหาเงิน         |       |       |       |       |
| เพิ่ม/ลด เงินกู้                   | 229   | (784) | -     | -     |
| เพิ่ม/ลด ทุนและส่วนเกินมูลค่าหุ้น  | 50    | 1,988 | -     | -     |
| ลด จ่ายปันผล                       | (70)  | (90)  | -     | (77)  |
| กระแสเงินสดจากการจัดหาเงินสุทธิ    | 209   | 1,114 | -     | (77)  |
| เพิ่ม/ลด เงินสดสุทธิ               | 8     | 1,105 | 320   | 322   |

## งบดุล (ล้านบาท)

| สิ้นสุด 31 ธ.ค.                  | 2560  | 2561F | 2562F | 2563F |
|----------------------------------|-------|-------|-------|-------|
| เงินสด & เงินฝาก                 |       |       |       |       |
|                                  | 146   | 1,500 | 1,820 | 2,142 |
| ลูกหนี้การค้า                    |       |       |       |       |
|                                  | 34    | 42    | 48    | 56    |
| สินค้าคงเหลือ                    |       |       |       |       |
|                                  | 9     | 10    | 12    | 14    |
| สินทรัพย์หมุนเวียน               |       |       |       |       |
|                                  | 196   | 1,560 | 1,888 | 2,219 |
| สินทรัพย์รวม                     | 1,725 | 3,066 | 3,337 | 3,584 |
| เจ้าหนี้การค้า                   |       |       |       |       |
|                                  | 41    | 47    | 54    | 62    |
| หนี้สินหมุนเวียน                 |       |       |       |       |
|                                  | 849   | 524   | 569   | 630   |
| หนี้สินระยะสั้นที่มีภาระดอกเบี้ย |       |       |       |       |
|                                  | 401   | 0     | 0     | 0     |
| หนี้สินระยะยาวที่มีภาระดอกเบี้ย  |       |       |       |       |
|                                  | 381   | -     | -     | -     |
| หนี้สินรวม                       | 1,538 | 890   | 1,005 | 1,136 |
| ทุนที่ชำระแล้ว                   |       |       |       |       |
|                                  | 250   | 470   | 470   | 470   |
| ส่วนเกินมูลค่าหุ้น               |       |       |       |       |
|                                  | -     | 1,768 | 1,768 | 1,768 |
| กำไรสะสม                         |       |       |       |       |
|                                  | -     | 80    | 60    | 166   |
| ส่วนของผู้ถือหุ้นส่วนน้อย        |       |       |       |       |
|                                  | (0)   | 0     | 0     | 0     |
| ส่วนของผู้ถือหุ้นทั้งหมด         |       |       |       |       |
|                                  | 187   | 2,175 | 2,333 | 2,448 |
| หนี้สินและส่วนของผู้ถือหุ้น      | 1,725 | 3,066 | 3,337 | 3,584 |

## สมมติฐานในการทำประมาณการ

| สิ้นสุด 31 ธ.ค.       | 2560  | 2561F | 2562F | 2563F |
|-----------------------|-------|-------|-------|-------|
| Sales Growth (%)      | 23.5% | 22.8% | 15.9% | 15.8% |
| Gross Margin (%)      | 33.4% | 38.2% | 38.5% | 39.2% |
| SG&A/Sales (%)        | 26.6% | 25.0% | 24.4% | 24.4% |
| Ebitda Margin (%)     | 20.2% | 27.1% | 28.1% | 28.2% |
| Net Profit Margin (%) | 2.4%  | 9.9%  | 15.0% | 15.8% |