

16 กรกฎาคม 2555

ของใช้ส่วนตัวและเวชภัณฑ์

**DSGT**

**บมจ. ดีเอสจี อินเทอร์เน็ตประเทศไทย**

| Current    | Previous | Close        | Target       | Exp Return | Support            | Resistance         | CGR 2011  |
|------------|----------|--------------|--------------|------------|--------------------|--------------------|-----------|
| <b>BUY</b> | -        | <b>12.30</b> | <b>16.00</b> | <b>30%</b> | <b>11.70-11.50</b> | <b>12.70-13.00</b> | <b>--</b> |

**Consolidated earnings**

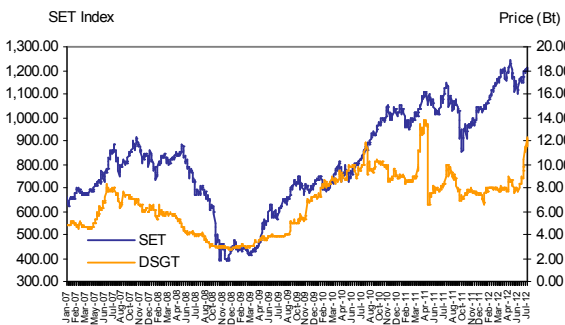
| BT (m)                        | 2010  | 2011  | 2012E | 2013E |
|-------------------------------|-------|-------|-------|-------|
| Normalized earnings           | 362   | 412   | 483   | 559   |
| Net profit                    | 362   | 214   | 603   | 559   |
| Normalized EPS (Bt)           | 1.2   | 0.7   | 0.8   | 0.9   |
| EPS (Bt)                      | 1.2   | 0.3   | 1.0   | 0.9   |
| % growth Y-Y                  | 15.9  | -72.6 | 195.5 | -7.3  |
| Dividend (Bt)                 | 0.9   | 1.1   | 1.5   | 1.6   |
| BV/share (Bt)                 | 5.0   | 2.6   | 3.2   | 3.8   |
| EV/EBITDA (x)                 | 10.5  | 13.8  | 17.9  | 15.9  |
| Normalized PER (x)            | 10.2  | 17.9  | 15.3  | 13.2  |
| PER (x)                       | 9.9   | 36.2  | 12.2  | 13.2  |
| PBV (x)                       | 2.5   | 4.7   | 3.8   | 3.2   |
| Dividend yield (%)            | 3.5   | 2.0   | 3.3   | 3.0   |
| YE No. of shares (million)    | 300.0 | 600.0 | 600.0 | 600.0 |
| No. of shares - full dilution | 300.0 | 600.0 | 600.0 | 600.0 |
| Par (Bt)                      | 1.0   | 1.0   | 1.0   | 1.0   |

Source: Company data, FSS estimates

**Share data**

|                                 |                   |
|---------------------------------|-------------------|
| Close (13/07/2012)              | 12.30             |
| SET Index                       | 1,210.29          |
| Foreign limit/actual (%)        | 100.00/78.50      |
| Paid-up shares (million)        | 600.00            |
| Free float (%)                  | 25.10             |
| Market cap (Bt m)               | 7,380.00          |
| Avg daily T/O (Bt m) (2012 YTD) | 10.60             |
| hi, lo, avg (Bt) (2012 YTD)     | 12.50, 6.40, 8.96 |

Source: Setsmarts



Source: SET

Analyst : Sunanta Vasapinyokul, CFA  
 Register No.: 019459  
 Assistant Analyst : Veeravat Virochpoka  
 Tel.: +662 646 9680  
 email: sunanta.v@fnsyrus.com  
 www.fnsyrus.com

**เติบโตโดดเด่นที่สุดในอุตสาหกรรมผ้าอ้อมสำเร็จรูป**

เราเริ่มต้นด้วยคำแนะนำ “ซื้อ” สำหรับ DSGT จากศักยภาพในการเติบโตที่สูง ทั้งในกลุ่มสินค้าผ้าอ้อมสำเร็จรูปเด็กและผ้าอ้อมสำเร็จรูปผู้ใหญ่ ซึ่งคาดว่าจะมีแนวโน้มความต้องการใช้ที่สูงขึ้น และยังมีตลาดใหญ่ที่รองรับในภาคคือ อินโดนีเซีย เราคาดว่าผลการดำเนินงานปี 2012 จะเติบโตโดดเด่นและสามารถทำจุดสูงสุดใหม่ได้ในปีที่ 603 ลบ. +182% Y-Y กำไรปกติที่ 483 ลบ. +17.3% Y-Y จากการเติบโตของรายได้ในระดับ 19.2% ซึ่งเป็นระดับปกติที่ DSGT ทำได้ในอดีต โดยเราประเมินราคาเหมาะสมที่ 16 บาท

DSGT ดำเนินธุรกิจผลิตผ้าอ้อมสำเร็จรูปทั้งเด็กและผู้ใหญ่ และจัดจำหน่ายไปยังตลาดหลัก 4 ประเทศในอาเซียนคือ ไทย มาเลเซีย สิงคโปร์ และอินโดนีเซีย ซึ่งสินค้าของบริษัทค่อนข้างครอบคลุมตลาดทั้งระดับบนและระดับกลาง โดยมีส่วนแบ่งการตลาดเป็นอันดับ 2 สำหรับผ้าอ้อมสำเร็จรูปเด็ก และเป็นผู้นำสำหรับผ้าอ้อมสำเร็จรูปผู้ใหญ่

**อุตสาหกรรมยังมีแนวโน้มขยายตัวได้ดี**

สำหรับตลาดผ้าอ้อมสำเร็จรูปเด็กยังคงมีแนวโน้มเติบโตดีขึ้นเรื่อยๆ จากจำนวนประชากรที่เพิ่มขึ้นตลอดทุกปีและจำนวนการใช้ผ้าอ้อมต่อวันของชุมชนนอกเมือง ยังคงต่ำกว่าในเมืองอยู่หลายเท่า ซึ่งน่าจะยังสามารถกระตุ้นให้เกิดการใช้ที่มากขึ้นได้ ส่วนแนวโน้มอุตสาหกรรมผ้าอ้อมสำหรับผู้ใหญ่ก็ยังคงเติบโตได้ดีเช่นกันจากสัดส่วนผู้สูงอายุที่เพิ่มสัดส่วนขึ้นทุกๆปี

**อินโดนีเซียเป็นตลาดที่น่าจับตาและมีศักยภาพสูงมากในอนาคต**

ณ ปัจจุบัน DSGT มีสัดส่วนรายได้จากไทยและมาเลเซียรวมกันประมาณ 95% ของรายได้รวม ในขณะที่อินโดนีเซียมีสัดส่วนเพียง 3.3% เท่านั้น แต่เมื่อเราดูจากจำนวนประชากร อินโดนีเซียมีประชากรมากที่สุดเป็นอันดับ 1 ของอาเซียน (อันดับ 4 ของโลก) ราว 240 ล้านคน และอัตราการเกิดยังสูงกว่าทั้งไทยและสิงคโปร์โดยเป็นรองแค่มาเลเซียเท่านั้น ซึ่งบริษัทได้เข้าไปลงทุนในอินโดนีเซียแล้วตั้งแต่ปี 1997 ในรูปแบบกิจการร่วมค้าและได้เข้าซื้อหุ้นและบริหารเองทั้งหมดในปลายปี 2010 เราจึงมองว่าในอนาคตอินโดนีเซียจะเป็นอีกหนึ่งตลาดที่ศักยภาพสูงสำหรับ DSGT ในอนาคต

**คาดการณ์กำไรสุทธิ 2Q12 ชะลอ Q-Q ดีขึ้นเล็กน้อย Y-Y กำไรทั้งปีทำ New High**  
 ผลการดำเนินงานรายไตรมาสของ DSGT นั้นจะผันผวนตามการส่งเสริมการขายว่าจะมากหรือน้อยในแต่ละงวดบัญชี ซึ่งเป็นสัดส่วนหนึ่งในค่าใช้จ่าย SG&A โดยผลการดำเนินงานรายไตรมาส 2 ปีซ้อนหลังในไตรมาสที่ 2 และ 3 จะเป็นไตรมาสที่มีค่าใช้จ่าย SG&A ที่สูงกว่าไตรมาสอื่น เราจึงคาดว่า การส่งเสริมการขายน่าจะเป็นไปในทิศทางเดียวกับปีที่ผ่านมา โดยคาดว่ากำไรสุทธิของ 2Q12 จะอยู่ที่ 120 ลบ. -28.2% Q-Q, +1.9% Y-Y ภาพรวมทั้งปีคาดมีกำไรสุทธิและกำไรปกติที่ 603 ลบ. กำไรสุทธิ +182% Y-Y หากตัดรายได้พิเศษจากการเฉลิมพระกษัตริย์ร่วมจะมีกำไรปกติ 483 ลบ. +17.3% Y-Y ทำจุดสูงสุดใหม่เป็นประวัติการณ์อีกครั้ง จากยอดขายที่คาดว่าจะเติบโตโดดเด่นต่อเนื่องราว 19.2% จากผลิตภัณฑ์ผ้าอ้อมสำเร็จรูปเด็กเป็นหลักที่ยังคงมีศักยภาพในการเติบโตสูง

**ให้คำแนะนำ “ซื้อ” ราคาเหมาะสม 16 บาท**

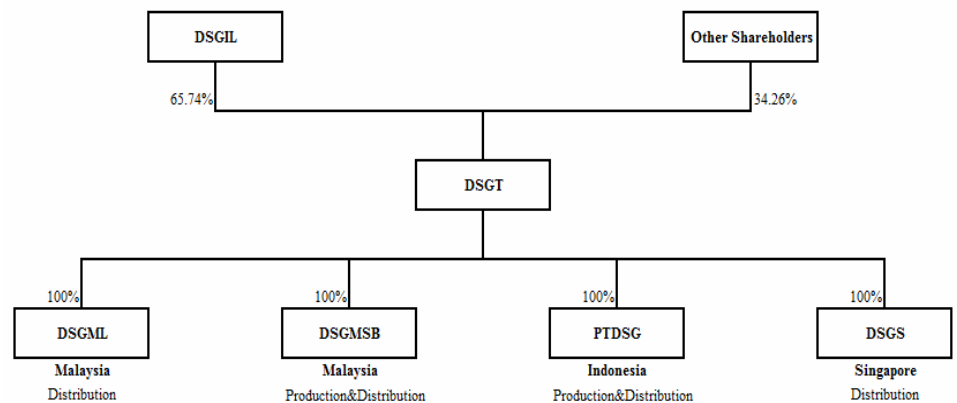
เรามองว่า DSGT ถือเป็น Growth Stock อีกตัวหนึ่งที่น่าสนใจ โดยเราประเมินราคาเหมาะสมโดยอิง Norm PER ที่ 20 เท่า ได้ราคาเหมาะสมที่ 16 บาท มี Upside 30% แนะนำ “ซื้อ”

**ภาพรวมการประกอบธุรกิจ**

บริษัท ดีเอสจี อินเทอร์เน็ตเนชั่นแนล (ประเทศไทย) จำกัด (มหาชน) หรือ DSGT ประกอบธุรกิจการผลิตและจำหน่ายผ้าอ้อมสำเร็จรูปสำหรับเด็กวัยหัดเดิน เบบีลีฟ, เบบีลีฟ เพลย์แพนธ์, เพ็ท เพ็ท, และพีตตี้ และผ้าอ้อมสำเร็จรูปสำหรับผู้ใหญ่ยี่ห้อ เซอร์เทนดี้ และ เซอร์เทนดี้ แอคทีฟทั้งในประเทศและต่างประเทศ มีโรงงานผลิตตั้งอยู่ที่เขตประกอบการอุตสาหกรรม เอส ไอ แอล จังหวัดสระบุรี โดยมีบริษัท ดีเอสจี อินเทอร์เน็ตเนชั่นแนล ลิมิเตด (DSGIL) เป็นผู้ถือหุ้นใหญ่ นอกจากนี้ DSGT ยังมีบริษัทย่อยในเครือทั้งหมด 4 บริษัท ได้แก่

- 1) บริษัท ดิสโพลเซเบิล ซอฟท์ กู๊ด (มาเลเซีย) เอสดีเอ็น บีเอสดี (DSGML) ประกอบกิจการจำหน่ายและทำการตลาดผลิตภัณฑ์ผ้าอ้อมสำเร็จรูปสำหรับเด็กและผู้ใหญ่ในประเทศมาเลเซีย โดยจำหน่ายผ้าอ้อมสำเร็จรูปสำหรับเด็ก ซึ่งผลิตโดย DSGT และบริษัทที่เกี่ยวข้องกัน ทั้งนี้ DSGML จำหน่ายสินค้าผ่านผู้ค้าปลีกและรายย่อย รวมถึงร้านค้าเช่น ใจแอนท์ เทสโก้ เมดิน และซูเปอร์สตอร์ชั้นนำต่างๆ ในประเทศมาเลเซีย
- 2) บริษัท ดีเอสจี (มาเลเซีย) เอสดีเอ็น บีเอสดี (DSGMSB) ประกอบกิจการผลิตผ้าอ้อมสำเร็จรูปสำหรับเด็ก โดยได้รับใบอนุญาตการผลิตจากกระทรวงอุตสาหกรรมของประเทศมาเลเซีย (Malaysian Industrial Development Authority (MIDA)) โรงงานตั้งอยู่ที่นิคมอุตสาหกรรม Sungai Penaga ประเทศมาเลเซีย นอกจากนี้ DSGMSB ยังขายสินค้าในประเทศผ่าน DSGML และส่งออกไปยังต่างประเทศได้แก่ สิงคโปร์ ฟิลิปปินส์ เวียดนาม บรูไน อินเดีย ปากีสถาน และ กลุ่มประเทศตะวันออกกลางผ่านบริษัทในเครือของ DSGIL และบริษัทอื่นๆ
- 3) บริษัท พีที ดีเอสจี เซอเยา มาส (อินโดนีเซีย) (PTDSG) ประกอบกิจการผลิตผลิตภัณฑ์ผ้าอ้อมสำเร็จรูปสำหรับเด็ก และจัดจำหน่ายผ้าอ้อมสำเร็จรูปสำหรับเด็กและผู้ใหญ่ในประเทศอินโดนีเซียผ่านบริษัท พีทีแพนค่า เทเลนต้า มาส โรงงานตั้งอยู่ที่ Cikande-Serang ประเทศอินโดนีเซีย
- 4) บริษัท ดิสโพลเซเบิล ซอฟท์ กู๊ด (เอส) พีทีอี ลิมิเตด (DSGS) ประกอบกิจการจำหน่ายและทำการตลาดผลิตภัณฑ์ผ้าอ้อมสำเร็จรูปสำหรับเด็กและผู้ใหญ่ในประเทศสิงคโปร์ นอกจากนี้ DSGS ยังนำเข้าผ้าอ้อมสำเร็จรูปสำหรับเด็กและผ้าอ้อมสำเร็จรูปสำหรับผู้ใหญ่จากบริษัทและบริษัทย่อย

**Figure 1: Corporate Structure of the Company and its Subsidiaries**



Source: DSGT

**ผลิตภัณฑ์และบริการ**

ผลิตภัณฑ์ของ DSGT จะแบ่งออกเป็น 2 ผลิตภัณฑ์หลัก ได้แก่

- 1) ผ้าอ้อมสำเร็จรูปสำหรับเด็ก

บริษัทมีผลิตภัณฑ์ผ้าอ้อมสำเร็จรูปหลายยี่ห้อ เช่น เบบีลีฟไนท์เทป และเบบีลีฟไนท์แพนธ์ ซึ่งผลิตภัณฑ์ดังกล่าวจัดอยู่ในกลุ่มผลิตภัณฑ์ระดับบนโดยเฉพาะในประเทศมาเลเซีย นอกจากนี้ยังมีผ้าอ้อมสำเร็จรูป

สำหรับเด็กระดับกลาง ยี่ห้อ เบบีเลิฟ, เพ็ท เพ็ท, และฟิตตี้

Figure 2: ผ้าอ้อมสำเร็จรูปสำหรับเด็กแบบเทพ

| ตลาด            | ระดับบน   | ระดับกลาง/แมส   |
|-----------------|---|---|
| ยี่ห้อผลิตภัณฑ์ | เบบีเลิฟไนท์  | เบบีเลิฟ อีซี่ เทป  |
| คุณสมบัติหลัก   | ผ้าอ้อมสำหรับใช้ตอนกลางคืน พร้อมเทคโนโลยีพิเศษ แห่งเป็นพิเศษ ปกป้องความเปียกชื้น ทำให้ผิวของเด็กแห้งไปตลอดทั้งคืน | แห้งยาวนาน ไล่สลายด้วยเทปกาวที่ติดซ้ำปรับได้ตลอดเวลา เพื่อให้ความกระชับและสะดวกสบายสำหรับเด็ก |
| ลักษณะ          | 1. แห่งพิเศษแบบ 3D  | 1. แห่งพิเศษ  |
|                 | 2. เจลแบบพิเศษ  | 2. เจลเมจิก เลเยอร์   |
|                 | 3. ระบายอากาศ 100% และอ่อนนุ่ม คล้ายผ้า   | 3. แถบกาวติดง่าย  |
|                 | 4. ขอบปกป้องแบบพิเศษ  | 4. ระบายอากาศ 100%และอ่อนนุ่ม คล้ายผ้า  |
|                 | 5. ขอบเอวที่ยืดแบบพิเศษ   | 5 ขอบเอวที่ยืด  |
|                 |   | 6.ขอบปกป้องแบบตั้ง  |
| รูปภาพ          |                                 |           |

Source: 56-1 and www.dsgap.com

Figure 3: ผ้าอ้อมสำเร็จรูปสำหรับเด็กแบบกางเกง

| ตลาด            | ระดับบน  | ระดับกลาง/แมส   |
|-----------------|--|---|
| ยี่ห้อผลิตภัณฑ์ | เบบีเลิฟ ไนท์  | เบบีเลิฟ เพลย์แพนธ์   |
| คุณสมบัติหลัก   | ผ้าอ้อมสำหรับใช้ตอนกลางคืน พร้อมเทคโนโลยีพิเศษสำหรับแห่งเป็นพิเศษ ปกป้องความเปียกชื้น ทำให้ผิวของเด็กแห้งไปตลอดทั้งคืน | แห้งยาวนาน ไล่สลายเพื่อสนับสนุนกิจกรรมของเด็กตลอดช่วงเวลากลางวัน                      |
| ลักษณะ          | 1. แห่งพิเศษแบบ 3D   | 1. ชั้นเจลซึมซับ  |
|                 | 2. เจลแบบพิเศษ   | 2. ขอบที่ยืด  |
|                 | 3. ชั้นปกป้องแบบพิเศษ  | 3. ระบายอากาศ 100%และอ่อนนุ่ม คล้ายผ้า  |
|                 | 4. ระบายอากาศ 100%และอ่อนนุ่ม คล้ายผ้า   | 4. ขอบปกป้องแบบตั้ง   |
|                 | 5. ขอบปกป้องแบบพิเศษ   | 5 ลวดลายการ์ตูนน่ารัก   |
|                 | 6. ขอบเอวที่ยืดแบบพิเศษ  |   |
| รูปภาพ          |                                     |  |

Source: 56-1 and www.dsgap.com

2) ผ้าอ้อมสำเร็จรูปสำหรับผู้ใหญ่

ผลิตภัณฑ์ผ้าอ้อมสำเร็จรูปสำหรับผู้ใหญ่ของ DSGT ที่มีชื่อเสียงและได้รับความนิยมเป็นอันดับหนึ่งคือ เซอร์เทนต์

Figure 4: ผ้าอ้อมสำเร็จรูปสำหรับผู้ใหญ่

| ตลาด            | ระดับบน   | ระดับแมส   |
|-----------------|---|--|
| ยี่ห้อผลิตภัณฑ์ | เซอร์เทนต์ แอคทีฟ   | เซอร์เทนต์   |
| คุณสมบัติ       | เซอร์เทนต์ แอคทีฟ ผ้าอ้อมสำเร็จรูปสำหรับผู้ใหญ่ สวมใส่สบายและกระชับกับรูปร่างของผู้ใช้ ดูดซับได้ดี และรู้สึกแห้งสบายทำให้ผู้ใช้เกิดความมั่นใจ | เซอร์เทนต์ ผ้าอ้อมสำเร็จรูปสำหรับผู้ใหญ่ให้การซึมซับที่ดีกว่า ทำให้รู้สึกแห้งตลอดการสวมใส่ พร้อมแถบเทปกาวที่ติดซ้ำและปรับได้ตลอดเวลา |
| ลักษณะ          | 1. มีชั้นดูดซับพิเศษ  | 1. ซึมซับพิเศษด้วย "โพลีปีดส์"   |
|                 | 2. ระบายอากาศ 100%  | 2. แถบกาวด้านหน้า  |
|                 | 3. ขอบเอวยางยืดใส่สบาย  | 3. อ่อนนุ่มและกระชับเข้ากับรูปร่าง   |
|                 | 4. แถบเทปกปกป้อง  | 4. ขอบปกป้อง   |
|                 |   | 5. ลวดลายแสดงความเป็ยก   |
| รูปภาพ          |   |    |

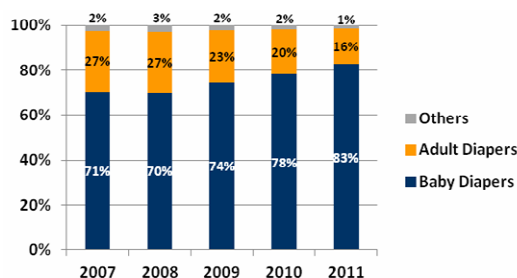
Source: 56-1 and www.dsgap.com

รายได้ส่วนใหญ่มาจากผ้าอ้อมสำเร็จรูปเด็กและมาจากตลาดหลักคือไทยและมาเลเซีย

สัดส่วนรายได้ส่วนใหญ่มาจากผ้าอ้อมสำเร็จรูปเด็กที่เติบโตโดดเด่นกว่ากลุ่มอื่น โดยสัดส่วนรายได้เพิ่มขึ้นตลอดทุกปีจาก 70% ในปี 2007 เพิ่มขึ้นเป็น 83% ในปี 2011 โดยเติบโตเฉลี่ย 26% ต่อปีซึ่งถือว่าโดดเด่นมาก ในขณะที่ผ้าอ้อมสำเร็จรูปสำหรับผู้ใหญ่ก็สามารถเติบโตได้ในระดับที่ดีเช่นกันแต่อยู่ในระดับต่ำกว่าโดยเติบโตราวปีละ 7%

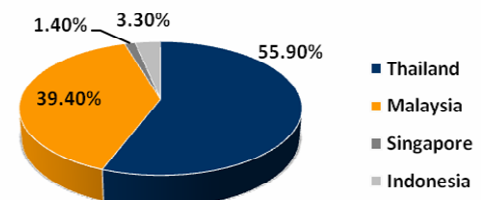
หากพิจารณาสัดส่วนรายได้ตามแต่ประเทศ รายได้ส่วนใหญ่ก็นั้นมาจากประเทศไทยและมาเลเซียซึ่งรวมกันนั้นกินสัดส่วนรายได้ราว 95% ของรายได้รวม

Figure 5: Revenue by Product Category



Source: Company Data

Figure 6: 2011 Revenue by Country



Source: Company Data

**Market Share เป็นอันดับ 2 เป็นรองแค่ ยูนิชาร์ม เท่านั้น**

ณ ปัจจุบันตลาดผ้าอ้อมสำเร็จรูปมีคู่แข่งอยู่ราว 4 รายใหญ่ๆในปัจจุบัน ได้แก่

- 1) บริษัท ยูนิชาร์ม จำกัด ผู้ผลิตผ้าอ้อมสำเร็จรูปสำหรับเด็กยี่ห้อมามีโปโคและผ้าอ้อมสำเร็จรูปสำหรับผู้ใหญ่ยี่ห้อโลฟี่รี่
- 2) บริษัท เอส ซี เอ จำกัด ผู้ผลิตผ้าอ้อมสำเร็จรูปสำหรับเด็กยี่ห้อตราสเฟอรัส ในภูมิภาคเอเชีย
- 3) บริษัท คิมเบอร์ลีย์ คลากส์ จำกัด ผู้ผลิตผ้าอ้อมสำเร็จรูปสำหรับเด็กยี่ห้ออັกกี
- 4) บริษัท เดอะ พร็อคเตอร์ แอนด์ แกมเบิล ผู้ผลิตผ้าอ้อมสำเร็จรูปสำหรับเด็กยี่ห้อแพมเพอรัส

ซึ่งในปีที่ผ่านมาผ้าอ้อมยี่ห้อมามีโปโคของ บจ.ยูนิชาร์ม มีส่วนแบ่งการตลาดมากที่สุดเป็นอันดับ 1 ในขณะที่ DSGT สามารถชิงส่วนแบ่งการตลาดอยู่ในอันดับที่ 2 ของกลุ่มผ้าอ้อมสำเร็จรูปเด็กทั้งไทยและมาเลเซีย แต่สำหรับผ้าอ้อมผู้ใหญ่ DSGT เป็นอันดับ 1 ในประเทศไทย

Figure 7: DSGT Performance Scorecard



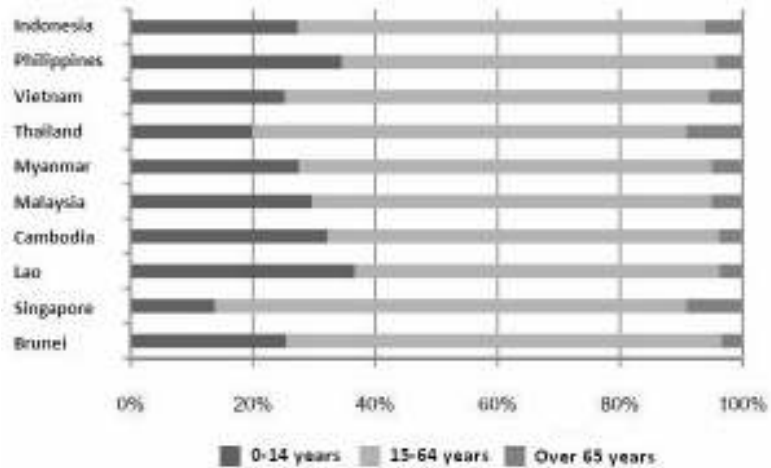
Source: DSGT

**อุตสาหกรรมผ้าอ้อมสำเร็จรูปยังคงเติบโตอย่างต่อเนื่อง**

การเติบโตของผลิตภัณฑ์ผ้าอ้อมสำเร็จรูปสำหรับเด็ก โดยทั่วไปยังคงเป็นไปในทิศทางที่แข็งแกร่งทั้งในตลาดทุก ๆ ประเทศ เนื่องจากเป็นสินค้าสิ้นเปลืองและจำนวนประชากรของแต่ละประเทศที่เพิ่มขึ้นในทุก ๆ ปี ประกอบกับตลาดนอกเขตเมืองยังสามารถเติบโตได้อีก หากมองจากจำนวนผ้าอ้อมที่ใช้เฉลี่ยต่อวันต่อคน ซึ่งในต่างจังหวัดยังมีอัตราการใช้ที่ต่ำกว่าในเมืองอยู่ค่อนข้างหลายเท่าตัว

สำหรับผ้าอ้อมสำเร็จรูปสำหรับผู้ใหญ่เรามองว่าจะยังคงสามารถเติบโตได้ต่อเนื่องเช่นกันจากจำนวนประชากรที่เพิ่มขึ้นโดยเฉพาะอย่างยิ่งสัดส่วนผู้สูงอายุที่เพิ่มขึ้นเช่นกัน โดยประเทศไทยกับสิงคโปร์มีสัดส่วนของประชากรสูงอายุ (อายุตั้งแต่ 65 ปีขึ้นไป) สูงที่สุด ในขณะที่ประเทศมาเลเซียและอินโดนีเซีย จะมีสัดส่วนของประชากรสูงวัยเพิ่มสูงขึ้นในช่วงเวลาต่อจากนี้ สิ่งเหล่านี้เมื่อรวมกับอายุเฉลี่ยของประชากรที่เพิ่มขึ้น และความมั่งคั่งที่เพิ่มขึ้น จึงเป็นสัญญาณที่ดีต่อภาพรวมอุตสาหกรรม

Figure 8: Population by Age



Source: CIA

**ต้นทุนส่วนใหญ่อิงตามสินค้าโภคภัณฑ์โลก**

วัตถุดิบหลักที่ใช้ในการผลิตผ้าอ้อมสำเร็จรูปมี 3 อย่าง ได้แก่ เยื่อกระดาษ (Wood Pulp) แผ่นส่ง/กันความชื้น (Non Woven) กาวและสารดูดซับความชื้น (Super Absorbent Polymer: SAP) ซึ่งวัตถุดิบที่ใช้เพื่อการผลิตผ้าอ้อมสำเร็จรูปสำหรับเด็กและผู้ใหญ่มีลักษณะเป็นสินค้าโภคภัณฑ์ และนำเข้ามาจากต่างประเทศ โดยต้นทุนของวัตถุดิบที่สูงขึ้นหรือต่ำลงนั้นขึ้นอยู่กับ Demand และ Supply ของตลาดโลก วัตถุดิบหลัก 3 อย่าง จะมีราคองกับราคากระดาษและปิโตรเคมี แต่อย่างไรก็ตามการซื้อวัตถุดิบทั้งหมด DSGIL ซึ่งเป็นบริษัทแม่ของ DSGT จะเป็นคนเจรจาต่อรองกับ Supplier ให้กับบริษัทในเครือทั้งหมด ดังนั้นการรวมกันจัดซื้อเป็นจำนวนมากๆจะทำให้ได้ต้นทุนที่ต่ำลงและมีความสามารถในการต่อรองราคากับ Supplier ได้มากกว่าปกติ จึงเป็นจุดแข็งอีกจุดหนึ่ง

**ตลาดอินโดนีเซียเป็นตลาดที่น่าสนใจและมีศักยภาพสูงในอนาคต**

เรามองว่าอินโดนีเซียจะเป็นตลาดที่น่าสนใจสำหรับ DSGT ในอนาคตจากมีจำนวนประชากรที่มากที่สุดในภูมิภาคราว 240 ล้านคน (มากอันดับ 4 ของโลก) ซึ่งมากกว่าทั้งประเทศไทยและมาเลเซียหลายเท่าตัว โดยถึงแม้ว่าทางบริษัทจะได้เริ่มเข้าไปลงทุนในอินโดนีเซียแล้วตั้งแต่ปี 1997 ในรูปแบบของกิจการร่วมค้าโดยถือหุ้น 60% แต่ล่าสุดได้เข้าถือหุ้นเพิ่มและบริหารงานเองทั้งหมดแล้วในปลายปี 2010 ซึ่งหากพิจารณาที่ตัวอัตราการเกิดต่อประชากร 1,000 คนแล้ว ตัวเลขอัตราการเกิดของอินโดนีเซียนั้นอยู่ในระดับที่สูงกว่าทั้งไทยและสิงคโปร์และเป็นรองแค่มาเลเซียเท่านั้น ดังนั้นเราจึงมองว่าอินโดนีเซียจะเป็นโอกาสในการขยายตลาดและจะกลายเป็นอีก 1 ตลาดหลักของ DSGT ในอนาคตที่มีศักยภาพในการเติบโตที่สูงมากหลังจากประสบความสำเร็จแล้วทั้งในตลาดไทยและมาเลเซีย

Figure 9: 2011 Birth Rate Comparison

| 2011 Birth Rate per 1000 population |       |
|-------------------------------------|-------|
| Thailand                            | 12.95 |
| Malaysia                            | 21.08 |
| Singapore                           | 8.50  |
| Indonesia                           | 18.10 |

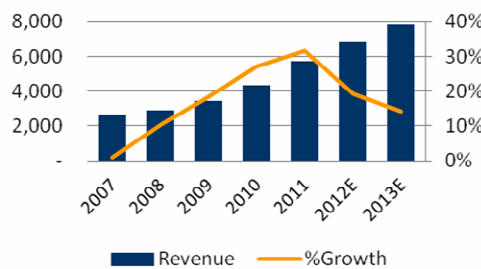
Source: CIA



**คาดการณ์การดำเนินงานปีนี้เติบโตโดดเด่นและทำจุดสูงสุดเป็นประวัติการณ์**

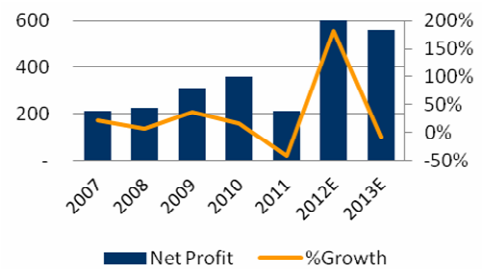
ด้วยลักษณะของสินค้าที่เป็นสินค้าจำเป็น ทำให้ธุรกิจของ DSGT เป็นธุรกิจที่ไม่มีปัจจัยฤดูกาลเข้ามาเกี่ยวข้อง โดยจะสังเกตเห็นได้ว่าบางไตรมาสมีรายได้ใกล้เคียงกันแต่กำไรสุทธิออกมาแตกต่างกัน ซึ่งเป็นผลจากการส่งเสริมการขายโดยหากไตรมาสใดมีแผนการส่งเสริมการขายมากก็จะส่งผลให้ Net Margin ต่ำลง เราคาดว่าผลการดำเนินงานของ DSGT จะยังคงเติบโตอย่างโดดเด่นและต่อเนื่องจากภาวะอุตสาหกรรมที่ยังคงสามารถขยายตัวได้ดี โดยคาดว่าจะรายได้ในปีนี้จะเติบโตราว 19.2% ซึ่งเป็นระดับที่บริษัทสามารถทำได้มาตลอด 3 ปีหลัง โดยเติบโตจากกลุ่มสินค้าแฟชั่นสำเร็จรูปเด็กเป็นส่วนใหญ่ราว 22% กลุ่มแฟชั่นสำเร็จรูปผู้ใหญ่เติบโตราว 6% ประกอบกับรายได้พิเศษจากการเคลมประกันจากน้ำท่วมที่เราคาดว่าจะราว 120 ล้านบาท ส่งผลให้กำไรสุทธิทั้งปีน่าจะออกมาที่ 603 ลบ. +182% Y-Y หากตัดรายการพิเศษจากการเคลมประกันน้ำท่วมจะมีกำไรปกติที่ 483 ลบ. +17.3% Y-Y

**Figure 10: Revenue**



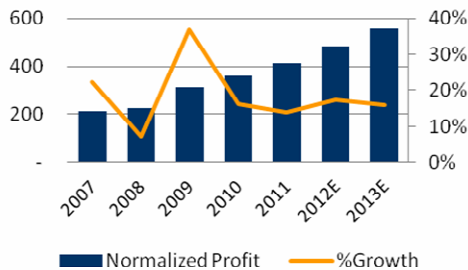
Source: Company Data

**Figure 11: Net Profit**



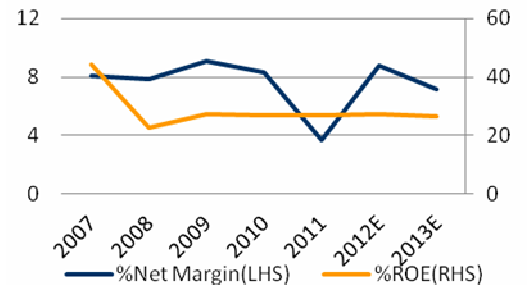
Source: Company Data

**Figure 12: Normalized Profit**



Source: Company Data

**Figure 13: Net Margin/ROE**

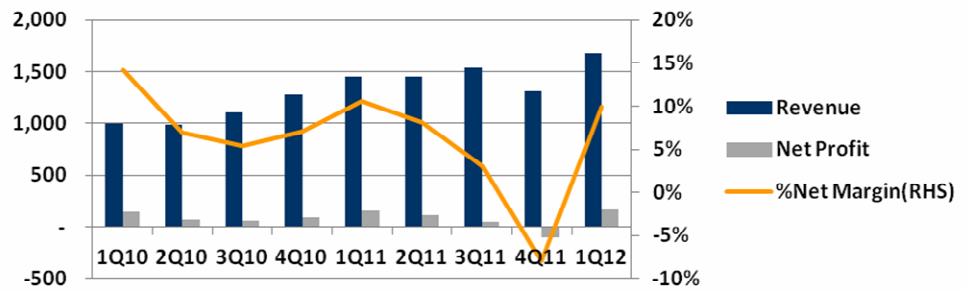


Source: Company Data

**แนวโน้มกำไร 2Q12 มีแนวโน้มชะลอตัวลง Q-Q และเติบโตขึ้นเล็กน้อย Y-Y**

ดังที่กล่าวไปข้างต้นว่าผลการดำเนินงานแต่ละไตรมาสอาจขึ้นอยู่กับกระแสการส่งเสริมการขายซึ่งเป็นส่วนสำคัญใน SG&A เมื่อเราดูผลการดำเนินงานรายไตรมาส 2 ปีย้อนหลัง จะเห็นว่าไตรมาส 1 จะมีกำไรค่อนข้างมากและ Net Margin ค่อนข้างสูง และจะชะลอตัวในไตรมาสที่ 2 และ 3 ซึ่งเป็นเพราะการส่งเสริมการขายที่มากกว่าไตรมาส 1 หากเราตั้งสมมติฐานว่าการส่งเสริมการขายจะเป็นในรูปแบบเดียวกับปีที่ผ่านมา ซึ่งทำให้ SG&A เพิ่มขึ้น ในสัดส่วนที่มากกว่าปกติ เราคาดว่ากำไรสุทธิของ 2Q12 จะอยู่ที่ราว 120 ลบ. -28.2% Q-Q, +1.9% Y-Y โดยคาดว่าจะได้เติบโต 16% Gross Margin ทรงตัว Q-Q และสัดส่วน SG&A ต่อยอดขายที่ 25% เพิ่มขึ้นจาก 22.2% ใน 1Q12 แต่ลดลงจาก 26% ใน 2Q11 แต่อย่างไรก็ตามบริษัทมีภาระดอกเบี้ยจ่ายที่เพิ่มขึ้นในช่วงเดียวกันของปีก่อนราว 8-9 ลบ. จากเงินกู้ยืมระยะสั้นที่เพิ่มขึ้น

Figure 14: Quarterly Revenue, Net Profit and Net Margin



Source: Company Data

**รายได้พิเศษจากการเคลมประกันน้ำท่วมจะเป็นอีก 1 ปัจจัยเสริมในช่วงที่เหลือของปี**

เนื่องจากบริษัทได้รับผลกระทบจากเหตุการณ์น้ำท่วมในปลายปีที่ผ่านมา ส่งผลให้มีทรัพย์สินเสียหายและมีค่าใช้จ่ายพิเศษรวมกันทั้งสิ้น 198 ล้านบาท แต่ทางบริษัทได้มีการทำประกันครอบคลุมแล้ว ซึ่งอยู่ระหว่างเคลมประกันและคาดว่าจะได้รับเข้ามาเป็นรายได้พิเศษในช่วงที่เหลือของปีนี้ อย่างไรก็ตามเรายังไม่ได้รวมรายได้จากการเคลมประกันไว้ในประมาณการเนื่องจากยังไม่สามารถประเมินเป็นมูลค่าที่ชัดเจน แต่ถือเป็นปัจจัยบวกเพิ่มเติมที่จะสนับสนุนผลการดำเนินงานในช่วงที่เหลือของปีนี้ให้เติบโตอย่างโดดเด่นต่อไปได้ โดยเบื้องต้นเราคาดไว้ที่ 120 ล้านบาท

**ประเมินราคาเหมาะสมที่ 16 บาท ให้คำแนะนำ “ซื้อ”**

เรามองว่า DSGT เป็น Growth Stock ที่น่าสนใจมาก โดยเราเลือกประเมินราคาเหมาะสมอิง Normalized PER 20 เท่า หรือคิดเป็น Normalized PEG ที่ 1.16 เท่า ซึ่งถือว่าไม่แพงเมื่อเทียบกับการเติบโตของผลการดำเนินงานใน 3-5 ปีข้างหน้าซึ่งอยู่ที่ราว 15.3% ต่อปี ซึ่งคิดว่ากำไรจะทำได้สูงสุดใหม่ต่อเนื่อง โดยมีตลาดที่น่าสนใจคืออินโดนีเซียรองรับ เราประเมินราคาเหมาะสมได้ที่ 16 บาท มี Upside จากราคาปัจจุบัน 30% และจ่าย Dividend Yield ราว 4% ต่อปี ให้คำแนะนำ “ซื้อ”



| Income Statement (Consolidated) |       |       |       |       |       |
|---------------------------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| (Bt m)                          | 2009  | 2010  | 2011  | 2012E | 2013E |
| Revenue                         | 3,437 | 4,367 | 5,741 | 6,844 | 7,823 |
| Cost of sales                   | 2,187 | 2,820 | 3,851 | 4,586 | 5,241 |
| Gross profit                    | 1,249 | 1,547 | 1,891 | 2,259 | 2,582 |
| SG&A                            | 930   | 1,213 | 1,495 | 1,711 | 1,956 |
| Operating profit                | 319   | 334   | 396   | 548   | 626   |
| Other income                    | 32    | 51    | 38    | 158   | 38    |
| EBIT                            | 351   | 385   | 286   | 706   | 664   |
| EBITDA                          | 434   | 492   | 397   | 827   | 794   |
| Interest charge                 | 11    | 12    | 33    | 55    | 50    |
| Tax on income                   | 18    | 17    | 40    | 48    | 55    |
| Earnings after tax              | 322   | 356   | 214   | 603   | 559   |
| Minority Interests              | 11    | -6    | 0     | 0     | 0     |
| Norm profit                     | 311   | 362   | 412   | 483   | 559   |
| Extraordinary items             | 0     | 0     | -198  | 120   | 0     |
| Net profit                      | 311   | 362   | 214   | 603   | 559   |

| Balance Sheet (Consolidated) |       |       |       |       |       |
|------------------------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| (Bt m)                       | 2009  | 2010  | 2011  | 2012E | 2013E |
| Cash                         | 138   | 127   | 235   | 362   | 323   |
| Current investment           | 0     | 0     | 0     | 0     | 0     |
| Accounts receivable          | 919   | 1,204 | 1,348 | 1,350 | 1,543 |
| Inventory                    | 360   | 746   | 1,172 | 942   | 1,077 |
| Other current asset          | 45    | 41    | 51    | 51    | 51    |
| Total current assets         | 1,461 | 2,119 | 2,806 | 2,705 | 2,994 |
| Investment                   | 0     | 0     | 0     | 0     | 0     |
| PPE                          | 677   | 871   | 1,184 | 1,472 | 1,542 |
| Other assets                 | 104   | 53    | 319   | 253   | 251   |
| Total Assets                 | 2,242 | 3,043 | 4,308 | 4,430 | 4,787 |
| Short-term loans             | 230   | 470   | 1,161 | 1,312 | 1,312 |
| Account payable              | 332   | 495   | 627   | 666   | 761   |
| Current maturities           | 37    | 91    | 170   | 171   | 171   |
| Other current liabilities    | 327   | 361   | 468   | 156   | 174   |
| Total current liabilities    | 926   | 1,417 | 2,425 | 2,305 | 2,417 |
| Long-term debt               | 18    | 114   | 280   | 160   | 70    |
| Other LT liabilities         | 42    | 23    | 18    | 18    | 18    |
| Total non-cu                 | 60    | 137   | 298   | 178   | 87    |
| Total liabilities            | 986   | 1,554 | 2,723 | 2,482 | 2,504 |
| Registered capital           | 300   | 300   | 600   | 600   | 600   |
| Paid-up capital              | 300   | 300   | 600   | 600   | 600   |
| Share Premium                | 174   | 231   | 246   | 246   | 246   |
| Legal reserve                | 37    | 37    | 51    | 51    | 51    |
| Retained earnings            | 736   | 1,000 | 756   | 1,117 | 1,453 |
| Others                       | -13   | -78   | -66   | -66   | -66   |
| Minority Interest            | 23    | 0     | 0     | 0     | 0     |
| Shareholders' equity         | 1,256 | 1,489 | 1,586 | 1,947 | 2,283 |

Source: Company data, FSS research

| Cash Flow Statement (Consolidated) |      |      |      |       |       |
|------------------------------------|------|------|------|-------|-------|
| (Bt m)                             | 2009 | 2010 | 2011 | 2012E | 2013E |
| Net profit                         | 311  | 362  | 214  | 603   | 559   |
| Depreciation etc.                  | 83   | 107  | 111  | 121   | 130   |
| Change in working capital          | -52  | -492 | -393 | -45   | -215  |
| Other adjustments                  | 0    | 0    | 0    | 0     | 0     |
| Cash flow from operation           | 342  | -24  | -69  | 680   | 474   |
| Capital expenditures               | -154 | -301 | -423 | -409  | -200  |
| Others                             | -81  | 51   | -218 | 65    | 2     |
| Cash flow from investing           | -235 | -250 | -641 | -344  | -198  |
| Free cash flow                     | 108  | -273 | -710 | 336   | 276   |
| Net borrowings                     | 49   | 391  | 936  | 32    | -91   |
| Equity capital raised              | 0    | 57   | 314  | 0     | 0     |
| Dividend paid                      | -139 | -98  | -458 | -241  | -224  |
| Others                             | 8    | -88  | 26   | 0     | 0     |
| Cash flow from financing           | -82  | 262  | 818  | -210  | -315  |
| Net Change in cash                 | 26   | -11  | 108  | 126   | -39   |

| Important Ratios (Consolidated) |      |      |       |       |       |
|---------------------------------|------|------|-------|-------|-------|
|                                 | 2009 | 2010 | 2011  | 2012E | 2013E |
| <b>Growth (%)</b>               |      |      |       |       |       |
| Sales                           | 18.4 | 27.1 | 31.5  | 19.2  | 14.3  |
| EBITDA                          | 28.8 | 13.3 | -19.3 | 108.4 | -4.0  |
| Net profit                      | 36.9 | 16.2 | -40.9 | 182.0 | -7.3  |
| Norm profit                     | 36.9 | 16.2 | 13.8  | 17.3  | 15.8  |
| <b>Profitability Ratios (%)</b> |      |      |       |       |       |
| Gross profit margin             | 36.4 | 35.4 | 32.9  | 33.0  | 33.0  |
| EBITDA margin                   | 12.6 | 11.3 | 6.9   | 12.1  | 10.1  |
| EBIT margin                     | 10.2 | 8.8  | 5.0   | 10.3  | 8.5   |
| Norm profit margin              | 9.1  | 8.3  | 7.2   | 7.1   | 7.1   |
| Net profit margin               | 9.1  | 8.3  | 3.7   | 8.8   | 7.1   |
| Normalized ROA                  | 15.3 | 13.7 | 11.2  | 11.1  | 12.1  |
| Normalized ROE                  | 26.7 | 26.4 | 26.8  | 27.3  | 26.4  |
| Normalized ROCE                 | 26.7 | 23.7 | 15.2  | 33.2  | 28.0  |
| <b>Risk (x)</b>                 |      |      |       |       |       |
| D/E                             | 0.8  | 1.0  | 1.7   | 1.3   | 1.1   |
| Net D/E                         | 0.7  | 1.0  | 1.6   | 1.1   | 1.0   |
| Net debt/EBITDA                 | 2.0  | 2.9  | 6.3   | 2.6   | 2.7   |
| <b>Per share data (Bt)</b>      |      |      |       |       |       |
| Reported EPS                    | 1.07 | 1.24 | 0.34  | 1.0   | 0.9   |
| Norm EPS                        | 1.04 | 1.21 | 0.69  | 0.8   | 0.9   |
| EBITDA                          | 1.4  | 1.6  | 0.7   | 1.4   | 1.3   |
| Book value                      | 4.2  | 5.0  | 2.6   | 3.2   | 3.8   |
| Dividend                        | 0.40 | 0.43 | 0.24  | 0.40  | 0.37  |
| Par (Bt)                        | 1.0  | 1.0  | 1.0   | 1.0   | 1.0   |
| <b>Valuations (x)</b>           |      |      |       |       |       |
| P/E                             | 11.5 | 9.9  | 36.2  | 12.2  | 13.2  |
| Norm P/E                        | 11.9 | 10.2 | 17.9  | 15.3  | 13.2  |
| P/BV                            | 2.9  | 2.5  | 4.7   | 3.8   | 3.2   |
| EV/EBITDA                       | 10.5 | 10.5 | 13.8  | 17.9  | 15.9  |

## บริษัทหลักทรัพย์ ฟินันเซีย ไซรัส จำกัด (มหาชน)

|  |   |   |   |   |
|--|---|---|---|---|
| <b>สำนักงานใหญ่</b><br>999/9 อาคารดิ ออฟฟิศเอส แอท เซ็นทรัลเวิลด์ ชั้น 17, 18, 25 ถ.พระราม 1 แขวงปทุมวัน เขตปทุมวัน กรุงเทพมหานคร                  | <b>สาขา อัลมาลิ่งค์</b><br>25 อาคารอัลมาลิ่งค์ ชั้น 9,14,15 ซ.ชิดลม ถ.เพลินจิต แขวงลุมพินี เขตปทุมวัน กรุงเทพมหานคร             | <b>สาขา อัมรินทร์</b><br>496/502 อาคารอัมรินทร์ ทาวเวอร์ ชั้น 20 ถ.เพลินจิต แขวงลุมพินี เขตปทุมวัน กรุงเทพมหานคร                    | <b>สาขา ลินธอร์ 1</b><br>130-132 อาคารลินธอร์ ทาวเวอร์ 1 ชั้น 2 ถ.วิฑู แขวงลุมพินี เขตปทุมวัน กรุงเทพมหานคร   | <b>สาขา ลินธอร์ 2</b><br>130-132 อาคารลินธอร์ ทาวเวอร์ ชั้น 24 ถ.วิฑู แขวงลุมพินี เขตปทุมวัน กรุงเทพมหานคร                                  |
| <b>สาขา ลินธอร์ 3</b><br>130-132 อาคารลินธอร์ ทาวเวอร์ 3 ชั้น 19 ถ.วิฑู แขวงลุมพินี เขตปทุมวัน กรุงเทพมหานคร                                       | <b>สาขา สุขุมวิท 21</b><br>50 อาคารซีเอ็มเอ็ม แกรมี พลัส ชั้น 15 ถ.สุขุมวิท 21 (อโศก) แขวงคลองเตยเหนือ เขตวัฒนา กรุงเทพมหานคร   | <b>สาขา อโศก</b><br>159 อาคารเสริมมิตร ชั้น 17 ซ.สุขุมวิท 21 ถ.สุขุมวิท แขวงคลองเตยเหนือ เขตวัฒนา กรุงเทพมหานคร                     | <b>สาขา สิลม</b><br>191 อาคารสิลม คอมเพล็กซ์ ยูนิต 2, 3-1 ชั้น 21 ถ.สิลม แขวงสลิสม เขตบางรัก กรุงเทพมหานคร  | <b>สาขา ฟอรัจนาทอน</b><br>1 อาคารฟอรัจนาทอน ชั้น 23 โชน 13 ถ.รัชดาภิเษก แขวงดินแดง เขตดินแดง กรุงเทพมหานคร                                  |
| <b>สาขา อัลดีไทย ทาวเวอร์</b><br>2034/52 อาคารอัลดีไทย ทาวเวอร์ ชั้น 11 ยูนิต 11-07/01 ถ.เพชรบุรีตัดใหม่ แขวงบางกะปิ เขตห้วยขวาง กรุงเทพมหานคร     | <b>สาขา ไทยซัมมิท ทาวเวอร์ 1</b><br>1768 อาคารไทยซัมมิท ทาวเวอร์ ชั้น 2 ถ.เพชรบุรีตัดใหม่ แขวงบางกะปิ เขตห้วยขวาง กรุงเทพมหานคร | <b>สาขา ไทยซัมมิท ทาวเวอร์ 2</b><br>1768 อาคารไทยซัมมิท ทาวเวอร์ ชั้น 4, 31 ถ.เพชรบุรีตัดใหม่ แขวงบางกะปิ เขตห้วยขวาง กรุงเทพมหานคร | <b>สาขา เซ็นทรัลปิ่นเกล้า 1</b><br>7/129-221 อาคารเซ็นทรัล ปิ่นเกล้า ชั้นที่ 14 ห้อง 1404 ถ.บรมราชชนนี แขวง อรุณอมรินทร์ เขต บางกอกน้อย กรุงเทพมหานคร | <b>สาขา เซ็นทรัลปิ่นเกล้า 2</b><br>7/3 อาคารเซ็นทรัล ปิ่นเกล้า ชั้น 14 ห้อง 1408 ถ.บรมราชชนนี แขวง อรุณอมรินทร์ เขตบางกอกน้อย กรุงเทพมหานคร |
| <b>สาขา เซ็นทรัลปิ่นเกล้า 3</b><br>7/3 อาคารเซ็นทรัลพลาซ่า ปิ่นเกล้า ทาวเวอร์ บี ชั้น 16 ถ.บรมราชชนนี แขวงอรุณอมรินทร์ เขตบางกอกน้อย กรุงเทพมหานคร | <b>สาขา เซ็นทรัลรัตนวิเศษ</b><br>68/127 หมู่ 8 ถ.รัตนวิเศษ ต.บางกระสอบ อ.เมืองนนทบุรี จ.นนทบุรี                                 | <b>สาขา ลาดพร้าว</b><br>555 อาคารสา ทาวเวอร์ 2 ยูนิต 1106 ชั้น 11 ถ.พหลโยธิน แขวงจตุจักร เขตจตุจักร กรุงเทพมหานคร                   | <b>สาขา ประชาชื่น</b><br>105/1 อาคารบี ชั้น 4 ถ.เทศบาลสงเคราะห์ แขวงลาดยาว เขตจตุจักร กรุงเทพมหานคร   | <b>สาขา บางนา</b><br>1093 อาคารชุดทาวเวอร์ 1 ออฟฟิศ ชั้น 19 ห้องเลขที่ 1093/105 หมู่ 12 ถ.บางนา-ตราด แขวงบางนา เขตบางนา กรุงเทพมหานคร       |
| <b>สาขา บางกะปิ</b><br>3105 อาคารเอ็นมาร์ค ชั้น 3 ห้องเลขที่ เอ 3 อาร 02 ถ.ลาดพร้าว แขวงคลองจั่น เขตบางกะปิ กรุงเทพมหานคร                          | <b>สาขา นครปฐม</b><br>28/16-17 ถ.ยิงเป้า ต.สนามจันทร์ อ.เมือง จ.นครปฐม  | <b>สาขา ชลบุรี</b><br>44 ถ.วชิรปราการ ต.บางปลาสร้อย อ.เมืองชลบุรี จ.ชลบุรี  | <b>สาขา สมุทรสาคร</b><br>1045/16-17 ถ.วิเชียรโชฎก ต.มหาชัย อ.เมืองสมุทรสาคร จ.สมุทรสาคร   | <b>สาขา ฉะเชิงเทรา</b><br>233-233/2 หมู่ 12 ชั้น 1 ถ.ศุภประเสริฐ ต.หน้าเมือง อ.เมืองฉะเชิงเทรา จ.ฉะเชิงเทรา                                 |
| <b>สาขา เชียงใหม่ 1</b><br>191/28.30-34 อาคารศูนย์การค้าข้างคูลาน พลาซ่า ถ.ข้างคูลาน ต.ข้างคูลาน อ.เมืองเชียงใหม่ จ.เชียงใหม่                      | <b>สาขา เชียงใหม่ 2</b><br>191/26 อาคารศูนย์การค้าข้างคูลาน พลาซ่า ถ.ข้างคูลาน ต.ข้างคูลาน อ.เมืองเชียงใหม่ จ.เชียงใหม่         | <b>สาขา ขอนแก่น 1</b><br>311/16 ถ.กลางเมือง ต.ในเมือง อ.เมืองขอนแก่น จ.ขอนแก่น  | <b>สาขา ขอนแก่น 2</b><br>26/9 ชั้น 2 หมู่ 7 ถ.ศรีจันทร์ใหม่ ต.ในเมือง อ.เมือง จ.ขอนแก่น   | <b>สาขา แม่สาย</b><br>119 หมู่ 10 ต.แม่สาย อ.แม่สาย จ.เชียงราย  |
| <b>สาขา สุราษฎร์ธานี</b><br>173/83-84 หมู่ 1 ถ.วัดโพธิ์ ต.มะขามเตี้ย อ.เมืองสุราษฎร์ธานี จ.สุราษฎร์ธานี  | <b>สาขา หาดใหญ่ 1</b><br>29 อาคาร ลี การ์เดนส์ พลาซ่า ชั้น 6 ยูนิตที่ 601/3 ถ.ประชาธิปไตย ต.ในเมือง อ.หาดใหญ่ จ.สงขลา           | <b>สาขา หาดใหญ่ 2</b><br>106 ถ.ประชาธิปไตย ต.หาดใหญ่ อ.หาดใหญ่ จ.สงขลา  | <b>สาขา หาดใหญ่ 3</b><br>200/222, 200/224, 200/226 อาคารจุลดิศ หาดใหญ่ พลาซ่า ชั้น2 ถ.นิพัทธ์อุทิศ 3 ต.หาดใหญ่ อ.หาดใหญ่ จ.สงขลา                      | <b>สาขา ภูเก็ต</b><br>22/16-17 ศูนย์การค้าวันนิชพลาซ่า ถ.หลวงพ่อดิลลิ่ง ต.ตลาดใหญ่ อ.เมืองภูเก็ต จ.ภูเก็ต                                   |
| <b>สาขา ดรง</b><br>59/28 ถ.ห้วยยอด ต.ทับเที่ยง อ.เมืองดรง จ.ดรง  | <b>สาขา กระบี่</b><br>223/20 ถ.มหาราช ต.ปากน้ำ อ.เมือง จ.กระบี่   | <b>สาขา ปัตตานี</b><br>300/69/70 หมู่ 4 ต.รูสมิแล อ.เมือง จ.ปัตตานี   |   |   |

## ฝ่ายวิเคราะห์หลักทรัพย์

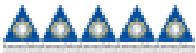
|           |               |                                    |             |                           |
|-----------|---------------|------------------------------------|-------------|---------------------------|
| จิตรา     | อมรรธรรม      | หัวหน้าฝ่ายวิเคราะห์หลักทรัพย์     | 0-2646-9966 | jitra.a@finsyrus.com      |
| พรสุข     | อมรดีกุล      | สื่อสาร/ บันทึง/ ชนส่ง/ เหล็ก      | 0-2646-9964 | pornsook.a@finsyrus.com   |
| ทรงกลด    | วงศ์ไชย       | พลังงาน/ ปีโตรเคมี/ ซิเมนต์        | 0-2646-9817 | songklod.w@finsyrus.com   |
| สุนันทา   | วสะภิญญากุล   | สถาบันการเงิน                      | 0-2646-9680 | sunanta.v@finsyrus.com    |
| วรรัตน์   | เผ่าภคคะ      | อสังหาริมทรัพย์                    | 0-2646-9856 | worarat.p@finsyrus.com    |
| สุรีย์พร  | ทีวสะเวทย์    | เกษตร / อาหาร/ ค้าปลีก/ อิเลทฯ     | 0-2646-9972 | sureeporn.t@finsyrus.com  |
| อำนาจ     | โงสว่าง       | วัสดุก่อสร้าง / ชนส่งและโลจิสติกส์ | 0-2646-9712 | amnart.n@finsyrus.com     |
| วีระวัฒน์ | วีโรจนโกคา    | โรงพยาบาล / โรงแรม                 | 0-2646-9821 | veeravat.v@finsyrus.com   |
| สมชาย     | เอนกทวีผล     | เทคนิค                             | 0-2646-9967 | somchai.a@finsyrus.com    |
| ณัฐพล     | คำถาเครือ     | Derivatives                        | 0-2646-9820 | natapon.k@finsyrus.com    |
| พลลพ      | ทวดีพิทักษ์   | Translator                         | 0-2646-9711 | pollop.t@finsyrus.com     |
| สุภาวดี   | เยี่ยมสาอางค์ | ฝ่ายผลิตและสนับสนุนข้อมูล          | 0-2646-9962 | supawadee.i@finsyrus.com  |
| สุภาวดี   | แชด้ง         | ฝ่ายผลิตและสนับสนุนข้อมูล          | 0-2646-9963 | suphawadee.s@finsyrus.com |

## คำนิยามของคำแนะนำการลงทุน

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

หมายเหตุ : ผลตอบแทนที่คาดหวังอาจเปลี่ยนแปลงตามความเสี่ยงของตลาดที่เพิ่มขึ้น หรือลดลงในขณะนั้น

**Thai Institute of Directors Association (IOD) - Corporate Governance Report Rating 2011**



|        |       |        |         |         |       |       |
|--------|-------|--------|---------|---------|-------|-------|
| ADVANC | BKI   | GRAMMY | LPN     | PTTCH** | SC    | TIPCO |
| AOT    | BMCL  | HEMRAJ | MCOT    | PTTEP   | SCB   | TISCO |
| BAFS   | CPN   | ICC    | NMG     | QH      | SCC   | TKT   |
| BANPU  | CSL   | IRPC   | PS      | RATCH   | SE-ED | TMB   |
| BAY    | EASTW | KBANK  | PSL     | ROBINS  | SIS   | TOP   |
| BBL    | EGCO  | KK     | PTT     | RS      | THRE  |       |
| BCP    | ERW   | KTB    | PTTAR** | SAT     | TIP   |       |

\*\*วันที่ 18 ตุลาคม 2554 PTTAR กับ PTTCH ความรวมกิจการเป็น PTTGC

ช่วงคะแนน

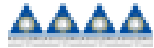
- 100-90
- 80-89
- 70-79
- 60-69
- 50-59
- <50

**สัญลักษณ์**

no logo given

ความหมาย

- ดีเลิศ
- ดีมาก
- ดี
- ดีพอใช้
- ผ่าน
- n/a



|        |        |        |        |       |        |         |        |       |        |
|--------|--------|--------|--------|-------|--------|---------|--------|-------|--------|
| ACAP   | BROOK  | DTC    | KCE    | MFC   | PG     | SEAFCO  | STEC   | TNITY | TYM    |
| AF     | BTS    | ECL    | KEST   | MFEC  | PHATRA | SFP     | SUSCO  | TNL   | UAC    |
| AMANAH | BWG    | FORTH  | KGI    | MILL  | PM     | SICCO** | SVI    | TOG   | UMI    |
| AMATA  | CENTEL | GBX    | KSL    | MINT  | PR     | SINGER  | SYMC   | TPC   | UP     |
| AP     | CGS    | GC     | KWC    | MK    | PRANDA | SIRI    | SYNTEC | TRC   | UPOIC  |
| ASIMAR | CIMBT  | GFPT   | L&E    | MTI   | PRG    | SITHAI  | TASCO  | TRT   | UV     |
| ASP    | CK     | GLOW   | LANNA  | NBC   | PT     | SMT     | TCAP   | TRU   | VNT    |
| AYUD   | CM     | HANA   | LH     | NCH   | PYLON  | SNC     | TFD    | TRUE  | WACOAL |
| BEC    | CPALL  | HMPRO  | LOXLEY | NINE  | S&J    | SPALI   | TFI    | TSC   | WAVE   |
| BECL   | CPF    | HTC    | LRH    | NKI   | S&P    | SPI     | THAI   | TSTE  | ZMICO  |
| BFIT   | CSC    | IFEC   | LST    | NOBLE | SABINA | SPPT    | THCOM  | TSTH  |        |
| BH     | DELTA  | INET   | MACO   | OCC   | SAMCO  | SSF     | THIP   | TTA   |        |
| BIGC   | DEMCO  | INTUCH | MAJOR  | OGC   | SCCC   | SSSC    | TIC    | TTW   |        |
| BJC    | DRT    | IVL    | MAKRO  | OISHI | SCG    | STA     | TK     | TUF   |        |
| BLA    | DTAC   | JAS    | MBK    | PB    | SCSMG  | STANLY  | TMT    | TVO   |        |

\*\*SICCO ขอเพิกถอนหลักทรัพย์จากการเป็นหลักทรัพย์จดทะเบียนในวันที่ 7 ตุลาคม 2554



|        |        |       |        |       |        |        |        |       |        |       |       |
|--------|--------|-------|--------|-------|--------|--------|--------|-------|--------|-------|-------|
| 2S     | BAT-3K | CNS   | FSS    | ITD   | MATI   | OFM    | QLT    | SMK   | TF     | TPIPL | VARO  |
| A      | BGT    | CNT   | GENCO  | JTS   | MBAX   | PAF    | RASA   | SMM   | TGCI   | TPP   | VIBHA |
| AEONTS | BLAND  | CPI   | GFM    | JUTHA | M-CHAI | PAP    | RCI    | SPC   | THANA  | TR    | VNG   |
| AFC    | BNC    | CPL   | GL     | KASET | MCS    | PATO   | RCL    | SPC   | THANI  | TTCL  | WG    |
| AGE    | BOL    | CRANE | GLAND  | KDH   | MDX    | PDI    | ROJNA  | SST   | TICON  | TTI   | WORK  |
| AH     | BROCK  | CSP   | GOLD   | KH    | MJD    | PHOL   | RPC    | STAR  | TIW    | TWFP  | YUASA |
| AHC    | BSBM   | CSR   | GUNKUL | KKC   | MOONG  | PICO   | SAUCE  | SUC   | TKS    | TWZ   |       |
| AI     | BTNC   | CTW   | GYT    | KMC   | MPIC   | PL     | SCBLIF | SVOA  | TLUXE  | TYCN  |       |
| AIT    | CCET   | DCC   | HFT    | KTC   | MSC    | POST   | SCP    | SWC   | TMD    | UBIS  |       |
| AJ     | CFRESH | DRACO | HTECH  | KWH   | NC     | PPM    | SENA   | SYNEX | TNH    | UEC   |       |
| AKR    | CHARAN | EASON | IFS    | KYE   | NEP    | PREB   | SHANG  | TBSP  | TNPC   | UOBKH |       |
| APRINT | CI     | EIC   | ILINK  | LALIN | NNCL   | PRECHA | SIAM   | TCB   | TOPP   | UPF   |       |
| APURE  | CITY   | ESSO  | IRC    | LEE   | NSI    | PRIN   | SIMAT  | TCC   | TPA    | US    |       |
| AS     | CMO    | FE    | IRCP   | LHK   | NTV    | PTL    | SKR    | TCP   | TPAC   | UT    |       |
| ASK    | CMR    | FOCUS | IT     | MATCH | NWR    | Q-CON  | SMIT   | TEAM  | TPCORP | UVAN  |       |

สัญลักษณ์ N/R “ไม่ปรากฏชื่อในรายงาน CGR”

**IOD (IOD Disclaimer)**

ผลสำรวจการกำกับดูแลกิจการบริษัทจดทะเบียนที่แสดงไว้ เป็นผลที่ได้จากการสำรวจและประเมินข้อมูลของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย และตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ (“บริษัทจดทะเบียน”) เปิดเผยต่อสาธารณะ และเป็นข้อมูลที่ผู้ลงทุนทั่วไปสามารถเข้าถึงได้ ผลสำรวจดังกล่าวจึงเป็นการนำเสนอข้อมูลในมุมมองของบุคคลภายนอกต่อมาตรฐานการกำกับดูแลกิจการของบริษัทจดทะเบียน โดยไม่ได้เป็นการประเมินผลการปฏิบัติงานหรือการดำเนินงานของบริษัทจดทะเบียน อีกทั้งมิได้ใช้ข้อมูลภายในของบริษัทจดทะเบียนในการประเมิน ดังนั้น ผลสำรวจที่แสดงนี้จึงไม่ได้เป็นการรับรองถึงผลการปฏิบัติงานหรือการดำเนินงานของบริษัทจดทะเบียน และไม่ถือเป็นการให้คำแนะนำในการลงทุนในหลักทรัพย์ของบริษัทจดทะเบียนหรือคำแนะนำใดๆ ผู้ใช้ข้อมูลจึงควรใช้วิจารณญาณของตนเองในการวิเคราะห์และตัดสินใจในการใช้ข้อมูลใด ๆ ที่เกี่ยวกับบริษัทจดทะเบียนที่แสดงในผลสำรวจนี้

ทั้งนี้ บริษัทหลักทรัพย์ ฟินันเซีย ไซรัส จำกัด (มหาชน) มิได้ยืนยันหรือรับรองถึงความครบถ้วนและถูกต้องของผลสำรวจดังกล่าวแต่อย่างใด

รายงานฉบับนี้จัดทำโดยบริษัทหลักทรัพย์ ฟินันเซีย ไซรัส จำกัด (มหาชน) “บริษัท” ข้อมูลที่ปรากฏในรายงานฉบับนี้ถูกจัดทำขึ้นบนพื้นฐานของแหล่งข้อมูลที่เชื่อว่ามีที่น่าเชื่อถือและ/หรือมีความถูกต้อง อย่างไรก็ตามบริษัทไม่รับรองความถูกต้องครบถ้วนของข้อมูลดังกล่าว ข้อมูลและความคิดเห็นที่ปรากฏอยู่ในรายงานฉบับนี้อาจมีการเปลี่ยนแปลง แก้ไข หรือเพิ่มเติมได้ตลอดเวลาโดยไม่ต้องแจ้งให้ทราบล่วงหน้า บริษัทไม่มีความประสงค์ที่จะชดเชยหรือชดเชยให้ผู้ลงทุน ลงทุนซื้อหรือขายหลักทรัพย์ตามที่ปรากฏในรายงานฉบับนี้ รวมทั้งบริษัทไม่ได้รับประกันผลตอบแทนหรือราคาของหลักทรัพย์ตามข้อมูลที่ปรากฏแต่อย่างใด บริษัทจึงไม่รับผิดชอบต่อความเสียหายใดๆ ที่เกิดขึ้นจากการนำข้อมูลหรือความคิดเห็นในรายงานฉบับนี้ไปใช้ไม่ว่ากรณีใดก็ตาม ผู้ลงทุนควรศึกษาข้อมูลและใช้ดุลยพินิจอย่างรอบคอบในการตัดสินใจลงทุน

บริษัทขอสงวนลิขสิทธิ์ในข้อมูลและความคิดเห็นที่ปรากฏอยู่ในรายงานฉบับนี้ ห้ามมิให้ผู้ใดนำข้อมูลและความคิดเห็นในรายงานฉบับนี้ไปใช้ประโยชน์ คัดลอก ดัดแปลง ทำซ้ำ นำออกแสดงหรือเผยแพร่ต่อสาธารณชนไม่ว่าทั้งหมดหรือบางส่วน โดยไม่ได้รับอนุญาตเป็นลายลักษณ์อักษรจากบริษัทล่วงหน้า

การลงทุนในหลักทรัพย์มีความเสี่ยง ผู้ลงทุนควรศึกษาข้อมูลและพิจารณาอย่างรอบคอบก่อนการตัดสินใจลงทุน