

พันธมิตรรายกายหลังได้ข้อสรุปการปรับโครงสร้างฐานทุนใหม่

▶ 4Q54 ขาดทุนหนักสุดเป็นประวัติการณ์ จากค่าสินไหมชดเชยส่วนที่รับไว้เอง

THRE ประกาศผลขาดทุนสุทธิ 4Q54 ถึง 2.05 พันล้านบาท หนักสุดเป็นประวัติการณ์ในการดำเนินธุรกิจที่ผ่านมา จากผลกระทบน้ำท่วมครั้งรุนแรงสุดที่เกิดขึ้นในประเทศ โดยมีปัจจัยลบหลักๆ ที่สรุปได้ดังนี้ 1) การเพิ่มขึ้นของค่าสินไหมชดเชยแทนในการรับประกันภัยต่อใน 4Q54 อย่างมีนัยฯ ถึง 3.27 พันล้านบาท จากค่าเฉลี่ยปกติรายไตรมาสในช่วง 9M54 ที่ราว 635 ล้านบาท/ไตรมาส ขณะที่เบี้ยประกันภัยต่อสุทธิใน 4Q54 อ่อนตัวเล็กน้อยจาก 3Q54 จึงส่งผลให้บริษัทฯ มีขาดทุนจากธุรกิจรับประกันภัยต่อเนื่องเป็นไตรมาสที่ 2 ถึง 2.61 พันล้านบาทในงวดนี้ 2) รายได้จากการลงทุนสุทธิ (รวมกำไร/ขาดทุนจากเงินลงทุน) หดตัวลงอย่างมีนัยฯ สุทธิตัวเพียง 5 ล้านบาท โดยมี ROI เฉลี่ยใน 4Q54 เพียง 0.20% ส่วนใหญ่เป็นผลกระทบจากการขาดทุนจากเงินลงทุนในตราสารหนี้ถึง 80 ล้านบาทในงวดนี้ ขณะที่รายได้ดอกเบี้ยและเงินปันผลจากเงินลงทุนรวมยังให้ผลตอบแทนที่ดีต่อเนื่องอีกราว 4.4% และ 3) การเกิดผลขาดทุนสะสมขึ้น ณ สิ้นปี 2554 ถึง 893 ล้านบาท ส่งผลให้ส่วนของผู้ถือหุ้นรวม ณ สิ้นปี 2554 ลดลงเหลือเพียง 728 ล้านบาท จนถึงขั้นที่ทำให้ฐานเงินกองทุน (CAR) ของ THRE ตามหลักเกณฑ์การดำรงเงินกองทุนแบบ RBC ลดลงต่ำกว่าระดับขั้นต่ำที่กำหนดไว้คือ 125% ซึ่งเป็นสาเหตุหลักที่ทำให้ THRE ต้องประกาศแผนการเพิ่มทุนถึง 6.97 พันล้านบาท จากผู้ถือหุ้นเดิมและการขาย PP ให้กับ Fairfax Financial Hldg.Ltd. ตามที่ฝ่ายวิจัยได้เคยนำเสนอบทวิเคราะห์ไปในช่วงที่ผ่านมา

▶ มีปัจจัยคละทั้งบวกและลบในปี 2555 แต่ปัจจัยด้านบวกดูมีน้ำหนักมากกว่า

ภายหลังการเพิ่มทุนสำเร็จจะทำให้ THRE สามารถเพิ่ม CAR ขึ้นสู่ระดับเกิน 500% เพื่อรองรับโอกาสการเติบโตของธุรกิจในปี 2555 อย่างไรก็ตาม สำหรับความเสี่ยงในเรื่องความเห็นของผู้สอบบัญชีที่ทั้งทำร้ายเกี่ยวกับประเด็นที่ THRE อาจมีแนวโน้มที่ต้นทุนที่ค่าสินไหมชดเชยเพิ่มเติมจากสิ้นปี 2554 อีกระลอกเนื่องจากตัวเลขประมาณการที่บันทึกใน 4Q54 นั้นเป็นการพิจารณาโดย THRE ซึ่งอิงจากข้อมูลที่ยังไม่ครบถ้วน (ข้อจำกัดจากการได้รับข้อมูลที่ล่าช้าจากบริษัทประกันภัยต่างๆ รวมถึงขาดแคลนบุคลากรในการสำรวจภัยอย่างเพียงพอ) โดยที่บริษัทฯ คาดว่าจะได้รับข้อมูลที่ชัดเจนมากขึ้นในช่วง 2Q55 จึงอาจมีความเสี่ยงที่บริษัทฯ ต้องบันทึกค่าสินไหมชดเชยเพิ่มเติมอีกในช่วง 1H55 ซึ่งฝ่ายวิจัยยังไม่ได้รวมไว้ในประมาณการผลการดำเนินงานปี 2555 อย่างไรก็ตาม ในมุมมองของฝ่ายวิจัยยังคงค่อนข้างเชื่อมั่นในวิสัยทัศน์และการประมาณการของ THRE ที่ดำเนินการภายใต้ความโปร่งใสมาโดยตลอด จึงเชื่อว่าการเสี่ยงในประเด็นนี้น่าจะจำกัดและได้รวมไว้ในประมาณการเงินเพิ่มทุนที่จะได้รับแล้ว

▶ เพิ่มประมาณการปี 2555 และคำแนะนำเป็นถือ

ฝ่ายวิจัยได้ปรับเพิ่มประมาณการผลการดำเนินงานปี 2555 พร้อมทั้งได้ปรับเพิ่ม Fair value ปี 2555 เป็น 4.12 บาท (Appraisal value) ดังแสดงในตารางหน้าถัดไป และเพิ่มคำแนะนำลงทุนเป็นถือ (งวด 2H54 บริษัทฯ ได้งดจ่ายเงินปันผลแล้ว รวมถึงคาดการณ์ปี 2555 ซึ่งฝ่ายวิจัยประเมินว่าจะไม่มีปันผลจ่ายเพราะยังมีขาดทุนสะสมเหลืออยู่ราว 282 ล้านบาท) จากเดิมขาย ด้วย downside ที่เริ่มจำกัด รวมถึงแผนเพิ่มทุนที่ชัดเจนและสามารถรองรับความเสี่ยงทางธุรกิจได้

Key Data (ล้านบาท)	FY52A	FY53A	FY54A	FY55F	FY56F
FY: ปีที่ 31 ธ.ค.					
เบี้ยประกันภัยต่อรับรวม	5,116	5,168	7,416	8,329	9,241
กำไรสุทธิ	520	580	(1,660)	610	717
EPS (บาท)	0.44	0.49	(1.40)	0.17	0.20
BVS (บาท)	2.06	2.51	0.63	2.36	2.42
PER (x)	8.5	7.7	(2.7)	21.5	18.3
PBV (x)	1.8	1.5	6.0	1.6	1.5
DPS (บาท)	0.40	0.41	0.20	-	-
Div yields (%)	10.7%	11.0%	5.3%	0.0%	0.0%
ROE (%)	23.0%	21.4%	-89.2%	7.4%	8.4%

ที่มา: ฝ่ายวิจัย ASP

ข้อมูลในเอกสารฉบับนี้ รวบรวมมาจากแหล่งข้อมูลที่น่าเชื่อถือ อย่างไรก็ตาม บมจ. หลักทรัพย์ เอเชีย พลัส ไม่สามารถที่จะยืนยันหรือรับรองความถูกต้องของข้อมูลเหล่านี้ได้ ไม่ว่าประการใด ๆ บทวิเคราะห์ในเอกสารฉบับนี้ จัดทำขึ้นโดยอ้างอิงหลักเกณฑ์ทางวิชาการเกี่ยวกับหลักการวิเคราะห์ และมีได้เป็นการชี้แนะ หรือเสนอแนะให้ซื้อหรือขายหลักทรัพย์ใด ๆ การตัดสินใจซื้อหรือขายหลักทรัพย์ใด ๆ ของผู้อ่าน ไม่ว่าจะเกิดจากการอ่านบทความในเอกสารฉบับนี้หรือไม่ก็ตาม ล้วนเป็นผลจากการใช้วิจารณญาณของผู้อ่าน โดยไม่มีส่วนเกี่ยวข้องกับหรือพันธะผูกพันใด ๆ กับ บมจ. หลักทรัพย์ เอเชีย พลัส ไม่ว่ากรณีใด

คำแนะนำการลงทุน

ถือ

ราคา : 3.74 บาท

Fair Value ปี 2555 : 4.12 บาท

มูลค่าตลาด : 13,137 ล้านบาท

การจัดอันดับบริษัทปี 2553



อุษณีย์ ลีวัรัตน์

เลขทะเบียนนักวิเคราะห์: 017928

usanee@asiaplus.co.th

เอกภพ คุรุวานิชย์

aekapop@asiaplus.co.th

ผลการดำเนินงาน 4Q54 และปี 2554 ของ THRE

ล้านบาท	2Q53	2Q53	4Q53	1Q54	2Q54	3Q54	4Q54	% QoQ	% YoY	2554	2553	% yoy
รายได้จากการรับประกันภัยต่อ	1,045	1,039	1,014	1,336	1,356	1,423	1,383	-2.8%	36.4%	4,987	3,634	37.2%
ค่าใช้จ่ายในการรับประกันภัยต่อ	(993)	(1,039)	(986)	(1,088)	(1,274)	(1,492)	(3,995)	167.7%	305.0%	(7,356)	(3,377)	117.8%
กำไรจากการรับประกันภัย	53	0	28	247	82	(69)	(2,612)	n.m.	n.m.	(2,369)	257	n.m.
รายได้จากการลงทุน - สุทธิ	57	150	187	42	83	144	5	n.m.	-97.3%	273	428	-36.2%
รายได้จากการให้บริการ - สุทธิ	3	4	(26)	3	8	9	1	n.m.	n.m.	21	(15)	n.m.
รายได้และค่าใช้จ่ายอื่น	0	1	2	1	1	2	21	n.m.	n.m.	27	4	n.m.
กำไรจากการดำเนินงาน	113	156	191	293	174	86	(2,585)	n.m.	n.m.	(2,031)	687	n.m.
หัก เงินสมทบ คปภ.	(2)	(2)	(2)	(5)	(3)	(3)	(4)	41.6%	70.5%	(15)	(10)	50.7%
กำไรก่อนภาษีเงินได้	110	153	188	288	171	83	(2,589)	n.m.	n.m.	(2,046)	676	n.m.
หัก ภาษีเงินได้	(21)	(30)	(2)	(82)	(53)	(6)	533	n.m.	n.m.	392	(92)	n.m.
MI	(1)	(2)	2	(2)	(1)	(2)	(0)	n.m.	n.m.	(5)	(2)	144.7%
กำไรสุทธิ	88	122	189	205	116	75	(2,055)	n.m.	n.m.	(1,660)	580	n.m.
EPS (บาท)	0.07	0.10	0.16	0.17	0.10	0.06	(1.73)	n.m.	n.m.	(1.40)	0.49	n.m.
Norm EPS (บาท)	0.07	0.10	0.16	0.17	0.10	0.06	(1.73)	n.m.	n.m.	(1.40)	0.49	n.m.
อัตรากำไรจากการรับประกันภัย	5.0%	0.0%	2.8%	18.5%	6.0%	-4.8%	-188.8%			-47.5%	7.1%	
Combined ratio	95.0%	100.0%	97.2%	81.5%	94.0%	104.8%	288.8%			147.5%	92.9%	
อัตราผลตอบแทนจากการลงทุน (ROI)	4.85%	12.73%	14.25%	2.36%	3.50%	5.70%	0.20%			5.17%	3.42%	
Net margin	8.5%	11.7%	18.6%	15.3%	8.5%	5.2%	-148.6%			-33.3%	16.0%	

ที่มา :งบการเงิน/ ฝ่ายวิจัย ASP

ประมาณการกำไรสุทธิปี 2555-56 ภายหลังปรับปรุงของ THRE

	ใหม่		เดิม		% เปลี่ยนแปลง	
	2555F	2556F	2555F	2556F	2555F	2556F
กำไรสุทธิ (ล้านบาท)	610	717	565	N/A	8.0%	N/M
EPS (บาท)	0.17	0.20	0.15	N/A	15.9%	N/M
Fair value (บาท)	4.12		3.09	N/A	33.3%	N/M
สมมติฐานในการประมาณการ						
เบี้ยประกันภัยรับต่อ (ล้านบาท)	5,706	6,530	5,245	N/A	8.8%	N/M
ค่าใช้จ่ายรับประกันภัยต่อ (ล้านบาท)	5,268	6,091	4,704	N/A	12.0%	N/M
Loss ratio	50.0%	52.2%	48.1%	N/A		
Combined ratio	92.3%	93.3%	86.9%	N/A		

ที่มา : ฝ่ายวิจัย ASP

ประมาณการโครงสร้างผู้ถือหุ้นภายหลังเพิ่มทุนของ THRE

	ล้านหุ้น			สัดส่วนการถือหุ้น	
	ก่อนเพิ่มทุน	หุ้นเพิ่มทุน	หลังเพิ่มทุน	ก่อนเพิ่มทุน	หลังเพิ่มทุน
ผู้ถือหุ้น 5 รายแรก	371.05	494.73	865.78	31.3%	24.6%
ผู้ถือหุ้นรายย่อยอื่นๆ	816.31	1,088.41	1,904.72	68.8%	54.2%
PP - กลุ่ม Fairfax	-	742.00	742.00	0%	21.1%
รวม	1,187.35	2,325.14	3,512.49	100.0%	100.0%

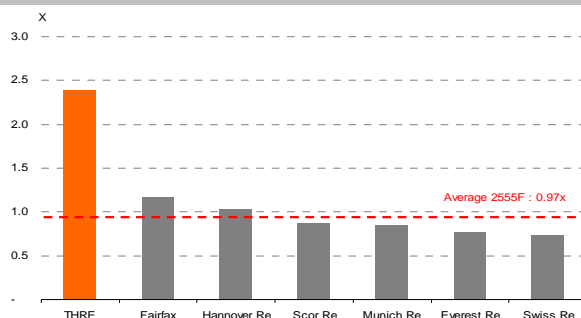
ที่มา : ฝ่ายวิจัย ASP

เปรียบเทียบหุ้น THRE กับบริษัทประกันภัยในภูมิภาค

	Bloomberg Rating	ราคา ปัจจุบัน	ราคาเป้าหมาย	% Upside	PBV (x)		PER (x)	
					2555F	2556F	2555F	2556F
Scor Re	4.33	20.15	23.23	15.3%	0.88	N/A	8.41	7.39
Everest Re	3.62	89.17	97.13	8.9%	0.77	N/A	7.77	7.16
Munich Re	3.61	110.10	117.54	6.8%	0.85	N/A	8.22	7.36
Hannover Re	3.47	41.72	44.04	5.6%	1.03	N/A	7.48	7.68
Swiss Re	3.36	54.10	58.09	7.4%	0.74	N/A	8.82	8.37
Fairfax	3.00	403.00	438.38	8.8%	1.17	N/A	18.96	12.96

ที่มา : Bloomberg

เปรียบเทียบหุ้น THRE กับบริษัทประกันภัยในภูมิภาค



ที่มา : Bloomberg/ รวบรวมโดยฝ่ายวิจัย ASP

ประมาณการกำไรสุทธิปี 2555-56 ของ THRE

งบกำไรขาดทุน (ล้านบาท)					งบดุล (ล้านบาท)				
สิ้นสุด 31 ธ.ค.	2553	2554	2555F	2556F	สิ้นสุด 31 ธ.ค.	2553	2554	2555F	2556F
รายได้จากการรับประกันภัยต่อ	3,634	4,987	5,706	6,530	เงินลงทุนในหลักทรัพย์	5,201	10,305	19,908	22,509
รายได้จากการลงทุน	440	273	515	670	เงินให้กู้ยืม-สุทธิ	28	32	36	39
รายได้จากการให้บริการ	138	142	170	187	เงินสดและเงินฝากสถาบันการเงิน	152	252	190	175
รายได้อื่น	4	27	30	33	ที่ดิน อาคารและอุปกรณ์-สุทธิ	176	198	218	240
รายได้รวม	4,216	5,429	6,421	7,420	สินทรัพย์อื่น	3,618	14,958	16,453	18,099
ค่าใช้จ่ายในการประกันภัยต่อ	(3,210)	(7,188)	(5,268)	(6,091)	สินทรัพย์รวม	9,176	25,745	36,805	41,062
ค่าใช้จ่ายในการลงทุน	(12)	-	(12)	(13)	เงินสำรองเบี่ยงประกันภัยรับรวม	4,136	17,572	20,350	23,572
ค่าใช้จ่ายดำเนินงาน	(167)	(167)	(150)	(165)	หนี้สินอื่น	2,059	7,431	8,174	8,991
ค่าใช้จ่ายรวม	(3,542)	(7,476)	(5,580)	(6,433)	หนี้สินรวม	6,195	25,003	28,523	32,563
กำไรก่อนภาษีเงินได้	675	(2,047)	842	987	ทุนเรียกชำระแล้ว	1,187	1,187	3,512	3,512
หัก ภาษีเงินได้	(92)	392	(227)	(266)	ส่วนเกินมูลค่าหุ้น	163	163	4,814	4,814
กำไรสุทธิ	580	(1,660)	610	717	อัตรารอเงินฯ ของระบบกองทุน	322	270	222	222
EPS (บาท)	0.49	(1.40)	0.17	0.20	กำไรสะสม	1,292	(893)	(282)	(67)
กำไรจากการดำเนินงาน	580	(1,660)	610	717	ส่วนของผู้ถือหุ้น	2,980	742	8,282	8,498
Norm EPS (บาท)	0.49	(1.40)	0.17	0.20	หนี้สินและส่วนของผู้ถือหุ้น	9,176	25,745	36,805	41,062

งบกำไรขาดทุนรายไตรมาส (ล้านบาท)					งบดุลรายไตรมาส (ล้านบาท)				
สิ้นสุด 31 ธ.ค.	1Q54	2Q54	3Q54	4Q54	สิ้นสุด 31 ธ.ค.	1Q54	2Q54	3Q54	4Q54
รายได้จากการรับประกันภัยต่อ	1,336	1,356	1,423	1,383	เงินลงทุนในหลักทรัพย์	8,956	9,954	10,204	10,305
รายได้จากการลงทุน	42	83	144	5	เงินให้กู้ยืม-สุทธิ	29	30	31	32
รายได้จากการให้บริการ	3	8	9	1	เงินสดและเงินฝากสถาบันการเงิน	112	337	305	252
รายได้อื่น	1	2	2	21	ที่ดิน อาคารและอุปกรณ์-สุทธิ	179	189	193	198
รายได้รวม	1,382	1,449	1,579	1,411	สินทรัพย์อื่น	3,912	4,278	4,216	14,958
ค่าใช้จ่ายในการประกันภัยต่อ	(1,088)	(1,274)	(1,492)	(3,995)	สินทรัพย์รวม	13,186	14,787	14,950	25,745
ค่าใช้จ่ายในการลงทุน	-	-	(12)	(4)	เงินสำรองเบี่ยงประกันภัยรับรวม	2,611	2,580	2,473	2,835
ค่าใช้จ่ายอื่น	(0)	(0)	(0)	-	หนี้สินอื่น	7,364	9,161	9,785	22,168
ค่าใช้จ่ายรวม	(1,123)	(1,308)	(1,537)	(4,036)	หนี้สินรวม	9,975	11,741	12,258	25,003
กำไรก่อนภาษีเงินได้	288	171	83	(2,589)	ทุนเรียกชำระแล้ว	1,187	1,187	1,187	1,187
หัก ภาษีเงินได้	(82)	(53)	(6)	533	ส่วนเกินมูลค่าหุ้น	163	163	163	163
กำไรสุทธิ	205	116	75	(2,055)	อัตรารอเงินฯ ของระบบกองทุน	347	355	164	270
EPS (บาท)	0.17	0.10	0.06	(1.73)	กำไรสะสม	1,497	1,326	1,163	(893)
กำไรจากการดำเนินงาน	205	116	75	(2,055)	ส่วนของผู้ถือหุ้น	3,211	3,047	2,692	742
Norm EPS (บาท)	0.17	0.10	0.06	(1.73)	หนี้สินและส่วนของผู้ถือหุ้น	13,186	14,787	14,950	25,745

อัตราส่วนทางการเงิน					สมมติฐานในการประมาณการ				
สิ้นสุด 31 ธ.ค.	2553	2554	2555F	2556F	สิ้นสุด 31 ธ.ค.	2553	2554	2555F	2556F
Gross margin	11.47%	-38.24%	7.43%	6.55%	อัตรากำไรเดบิตของเบี่ยงประกันภัยรับรวม	4.3%	55.6%	2.4%	13.8%
Net margin	10.17%	11.23%	-22.38%	7.33%	Loss ratio	48.9%	103.8%	51.7%	53.7%
ROI	3.88%	5.53%	5.70%	5.80%	Combined ratio	88.3%	144.1%	92.3%	93.3%
ROE	23.00%	21.40%	-89.17%	7.37%	Retention Rate (%)	71.6%	77.6%	70.8%	72.7%
ค่าใช้จ่ายในการประกันภัยต่อ/เบี่ยงประกันภัยรับรวม	86.75%	124.86%	89.33%	90.71%	Policy Reserve to Equity	138.8%	2367.0%	245.7%	277.4%
เงินสำรองเบี่ยงประกันภัยรับรวม/เบี่ยงประกันภัยรับรวม	0.39	0.54	0.49	0.58	Policy Reserve to Assets (x)	0.45	0.68	0.55	0.57
หนี้สิน/ทุน (เท่า)	1.19	2.08	33.68	3.44	Policy Reserve to Investment Assets (x)	0.80	1.71	1.02	1.05
เงินกองทุน/ เงินสำรองประกันภัย	1.76	0.72	0.04	0.41	Dividend Payout ratio	83.9%	74.1%	0.0%	0.0%

ที่มา : งบการเงิน/ ฝ่ายวิจัย ASP