

## กำไรปี'55 หากไม่รวมสินไหมน้ำท่วมยังแข็งแกร่ง...เงินเพิ่มทุนเพียงพอ

วันจันทร์ที่ 19 มีนาคม 2555

### ▶ ต้องรับรู้ผลเสียหายน้ำท่วมเพิ่มเติมอีกกว่า 6 พันล้านบาทในปี 2555

ฝ่ายวิจัยได้รับทราบเกี่ยวกับความเสียหายเพิ่มเติมจากผลกระทบน้ำท่วมที่เกิดขึ้นใน 4Q54 โดย THRE จะต้องบันทึกค่าสินไหมทดแทนเพิ่มขึ้นในปี 2555 เป็นมูลค่ามหาศาลอีกกว่า 5.70 พันล้านบาท (คาดจะรัฐลดเงินในช่วง 3Q55) จากที่บันทึกไปแล้วในช่วง 4Q54 กว่า 3.27 พันล้านบาท (เป็นเพียงตัวเลขประมาณการของ THRE ซึ่งอิงจากข้อมูลที่ยังไม่ครบถ้วน ด้วยข้อจำกัดในการได้รับข้อมูลที่ล่าช้าจากบริษัทประกันภัยต่างๆ รวมถึงขาดแคลนบุคลากรในการสำรวจภัยอย่างเพียงพอ) ซึ่งมีความเป็นไปได้ที่ผู้สอบบัญชีอาจจะให้บริษัท ดำเนินการบันทึกค่าสินไหมทดแทนดังกล่าวใน 1Q55 ทั้งจำนวนในคราวเดียว ซึ่งฝ่ายวิจัยมีความเห็นว่าเป็นเรื่องที่ดีเพราะจะช่วยตัดความกังวลเกี่ยวกับผลกระทบต่อบัญชีกำไรขาดทุนให้จบสิ้นไปและทำให้ผลการดำเนินงานตั้งแต่ 2Q55 น่าจะกลับมาแสดงกำไรได้ ทั้งนี้ แม้ฝ่ายวิจัยจะทำการปรับลดประมาณการปี 2555 เพื่อสะท้อนการบันทึกค่าใช้จ่ายดังกล่าว แต่ยังไม่ประเมินกำไรจากการดำเนินงานปี 2555 ที่สูงถึง 1.33 พันล้านบาท ซึ่งเป็นการเติบโตจากทุกธุรกิจโดยเฉพาะกำไรจากธุรกิจประกันชีวิต (THRE ถือหุ้น 100%) ที่คิดเป็นสัดส่วนถึง 16.5% ของกำไรสุทธิรวม ขณะที่การรับประกันภัยด้านวินาศภัยต่อด้านอื่นๆ พบว่ากำไรยังเติบโตในเกณฑ์ดีต่อเนื่องเช่นกัน อันเป็นผลพวงจากความตื่นตัวของผู้บริโภคในการทำประกันภัยมากขึ้น เช่นเดียวกับกำไรจากธุรกิจการลงทุนที่ยังเป็นเสาหลักที่ช่วยพยุงกำไรสุทธิในแต่ละปีได้ในสัดส่วนกว่า 52% ของกำไรสุทธิรวม ซึ่งหากสถานการณ์สามารถกลับเป็นปกติได้ในปี 2556 คาดว่าจะทำให้ THRE กลับมาแสดงกำไรสุทธิที่ระดับสูงถึง 1.52 พันล้านบาท สูงสุดเป็นประวัติการณ์ (ไม่มีภาวะภาษีเงินได้เพราะยังมีขาดทุนสะสมอยู่)

### ▶ เงินเพิ่มทุนรอบนี้ประเมินไว้เพียงพอแล้ว...CAR ตาม RBC สูงกว่า 200%

เม็ดเงินเพิ่มทุนกว่า 7 พันล้านบาทในรอบนี้สามารถครอบคลุมกับความเสียหายที่คาดว่าจะเกิดขึ้นอีกในปี 2555 (หากยกยอดความเสียหายจริงไม่สูงเกินกว่าที่ประเมินไว้) โดยความเพียงพอของฐานเงินกองทุนตามเกณฑ์ RBC จะอยู่ที่ระดับราว 200% สูงกว่าเกณฑ์ขั้นต่ำที่ คปภ. กำหนดคือ 125% ซึ่งจะทำให้ THRE สามารถระดมการเติบโตของธุรกิจไปได้จนกว่าสถานการณ์จะกลับเข้าสู่ภาวะปกติอย่างแท้จริงได้ในปี 2556 (กลับมาแสดงกำไร) ทั้งนี้ การเข้ามาถือหุ้นของ Fairfax Financial Hldg. กว่า 21% (กองทุนสัญชาติแคนาดาที่ใหญ่ติดอันดับ 1 ใน 5 ของสหรัฐฯ) หลังเพิ่มทุน ซึ่งมีความตั้งใจที่จะถือหุ้นในระยะยาว รวมถึงการส่งมอบอาชีพเข้ามาช่วยในด้านธุรกิจบริหารการลงทุนของบริษัท ถือว่าช่วยสร้างความมั่นใจให้กับผู้ถือหุ้นอื่นๆ และทำให้การเพิ่มทุนประสบความสำเร็จอย่างมาก สำหรับแนวโน้มการจ่ายเงินปันผลให้กับผู้ถือหุ้น ตามประมาณการของฝ่ายวิจัยจะเห็นว่าผลขาดทุนสะสมที่มีอยู่กว่า 5.25 พันล้านบาทที่คาดว่าจะคืนในปี 2555 ยังคงค้างไม่หมดในปี 2556 แต่หากบริษัท ใช้แนวทางการลดส่วนเกินผู้ถือหุ้นที่มีอยู่กว่า 4.81 พันล้านบาท ก็น่าจะเพียงพอและทำให้กลับมามีเงินปันผลได้เร็วกว่ากำหนดที่ตั้งไว้ในปี 2557 (จ่ายสำหรับผลกำไรปี 2556)

### ▶ Fair value ใหม่ลดลงเป็น 4.05 บาท...ราคาหุ้นสะท้อนไปมากแล้ว แนะนำถือ

ฝ่ายวิจัยยังคงคำแนะนำถือสำหรับ THRE โดยภายหลังจากปรับประมาณการจะทำให้ Fair value ปี 2555 ลดลงเหลือ 4.05 บาท จากเดิม 4.12 บาท (Appraisal value) ราคาหุ้นปัจจุบันถือว่าได้สะท้อนปัจจัยลบไปมากแล้ว โดยเหลือ upside อยู่ราว 5%

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)	(4,365)	1,527
EPS (บาท)	0.44	0.49	(1.40)	(1.24)	0.43
BVS (บาท)	2.06	2.51	0.63	0.94	1.38
PER (x)	8.8	7.9	n.m.	n.m.	8.9
PBV (x)	1.9	1.5	6.2	4.1	2.8
DPS (บาท)	0.40	0.41	0.20	-	-
Div yields (%)	10.4%	10.6%	5.2%	0.0%	0.0%
ROE (%)	23.0%	21.4%	-89.2%	-215.7%	37.5%

ที่มา: ฝ่ายวิจัย ASP

ข้อมูลในเอกสารฉบับนี้ รวบรวมมาจากแหล่งข้อมูลที่น่าเชื่อถือ อย่างไรก็ดี บมจ. หลักทรัพย์ เอเชีย พลัส ไม่สามารถที่จะยืนยันหรือรับรองความถูกต้องของข้อมูลเหล่านี้ได้ ไม่ว่าประการใด ๆ บทวิเคราะห์ในเอกสารนี้ จัดทำขึ้นโดยอ้างอิงหลักเกณฑ์ทางวิชาการเกี่ยวกับหลักการวิเคราะห์ และมีได้เป็นการชี้แนะ หรือเสนอแนะให้ซื้อหรือขายหลักทรัพย์ใด ๆ การตัดสินใจซื้อหรือขายหลักทรัพย์ใด ๆ ของผู้อ่าน ไม่ว่าจะเกิดจากการอ่านบทความในเอกสารนี้หรือไม่ก็ตาม ล้วนเป็นผลจากการใช้วิจารณญาณของผู้อ่าน โดยไม่มีส่วนเกี่ยวข้องกับหรือพันธะผูกพันใด ๆ กับ บมจ. หลักทรัพย์ เอเชีย พลัส ไม่ว่ากรณีใด

คำแนะนำการลงทุน

ถือ

ราคา : 3.86 บาท

Fair Value ปี 2555 : 4.05 บาท

มูลค่าตลาด : 13,558 ล้านบาท

การจัดอันดับบริษัทปี 2553



อุษณีย์ ลีรัตน์

เลขทะเบียนนักวิเคราะห์: 017928

✉ usanee@asiaplus.co.th

เอกภพ คุรุวานิชย์

✉ aekapop@asiaplus.co.th

## ประมาณการกำไรสุทธิปี 2555-56 ภายหลังจากปรับปรุงของ THRE

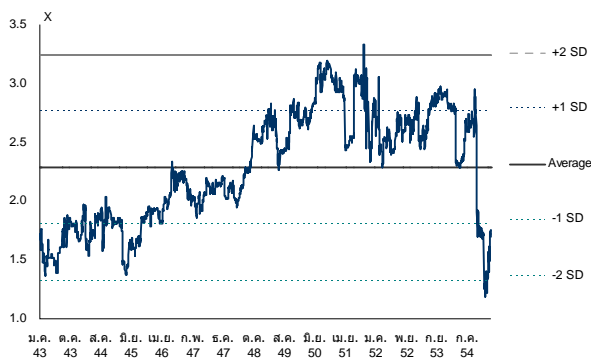
ล้านบาท	ใหม่		เดิม		% เปลี่ยนแปลง	
	2555F	2556F	2555F	2556F	2555F	2556F
กำไรสุทธิ	(4,365)	1,527	610	717	n.m.	112.9%
EPS (บาท)	(1.24)	0.43	0.17	0.20	n.m.	112.9%
กำไรจากการดำเนินงาน	1,335	1,527	610	717	n.m.	112.9%
Fair value (บาท)	4.05		4.12			-1.7%
<b>สมมติฐานในการประมาณการ</b>						
เบี้ยประกันภัยรับต่อ	8,329	9,241	8,329	9,241	0.0%	0.0%
ค่าใช้จ่ายรับประกันภัยต่อ	10,668	5,820	5,268	6,091	102.5%	-4.4%
Loss ratio	141.6%	48.2%	51.7%	53.7%		
Combined ratio	187.0%	89.1%	92.3%	93.3%		
กำไรจากการการลงทุน	700	930	168	197	316.7%	372.7%
ROI	5.57%	5.53%	4.57%	4.40%		

ที่มา :งบการเงิน/ ฝ่ายวิจัย ASP

## ประมาณการโครงสร้างผู้ถือหุ้นภายหลังจากเพิ่มทุนของ THRE

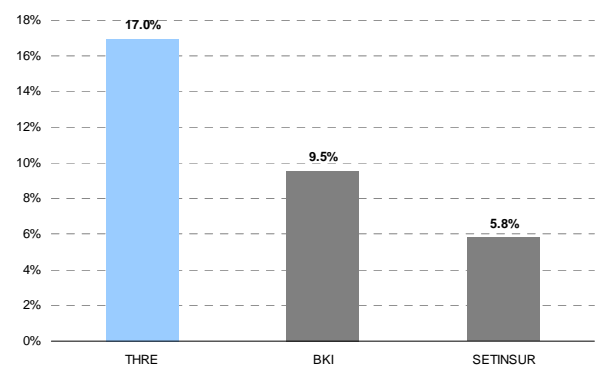
	ล้านบาท			สัดส่วนการถือหุ้น	
	ก่อนเพิ่มทุน	หุ้นเพิ่มทุน	หลังเพิ่มทุน	ก่อนเพิ่มทุน	หลังเพิ่มทุน
ผู้ถือหุ้น 5 รายแรก	371.05	494.73	865.78	31.3%	24.6%
ผู้ถือหุ้นรายย่อยอื่นๆ	816.31	1,088.41	1,904.72	68.8%	54.2%
PP - กลุ่ม Fairfax	-	742.00	742.00	0%	21.1%
<b>รวม</b>	<b>1,187.35</b>	<b>2,325.14</b>	<b>3,512.49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

## Historical PBV ของ THRE



ที่มา : ฝ่ายวิจัย ASP

## การเปลี่ยนแปลงของราคาหุ้น THRE ตั้งแต่วันที่ 2555 - ปัจจุบัน



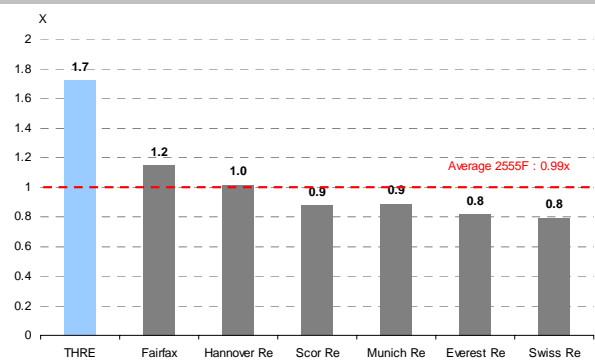
ที่มา : ฝ่ายวิจัย ASP

## 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	14,834	18,835
รายได้จากการลงทุน	440	273	700	930	เงินให้กู้ยืม-สุทธิ	28	32	36	39
รายได้จากการให้บริการ	138	142	170	187	เงินสดและเงินฝากสถาบันการเงิน	152	252	288	186
รายได้อื่น	4	27	30	33	ที่ดิน อาคารและอุปกรณ์-สุทธิ	176	198	218	240
รายได้รวม	4,216	5,429	6,606	7,680	สินทรัพย์อื่น	3,618	14,958	16,453	18,099
ค่าใช้จ่ายในการประกันภัยต่อ	(3,210)	(7,188)	(10,668)	(5,820)	<b>สินทรัพย์รวม</b>	<b>9,176</b>	<b>25,745</b>	<b>31,829</b>	<b>37,398</b>
ค่าใช้จ่ายในการลงทุน	(12)	-	-	-	เงินสำรองเบี้ยประกันภัยรับรวม	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)	(10,968)	(6,150)	<b>หนี้สินรวม</b>	<b>6,195</b>	<b>25,003</b>	<b>28,523</b>	<b>32,563</b>
กำไรก่อนภาษีเงินได้	675	(2,047)	(4,361)	1,530	ทุนเรียกชำระแล้ว	1,187	1,187	3,512	3,512
หัก ภาษีเงินได้	(92)	392	-	-	ส่วนเกินมูลค่าหุ้น	163	163	4,814	4,814
<b>กำไรสุทธิ</b>	<b>580</b>	<b>(1,660)</b>	<b>(4,365)</b>	<b>1,527</b>	อัตรารีดemption ของหุ้นคงค้าง	322	270	222	222
<b>EPS (บาท)</b>	<b>0.49</b>	<b>(1.40)</b>	<b>(1.24)</b>	<b>0.43</b>	กำไรสะสม	1,292	(893)	(5,258)	(3,731)
กำไรจากการดำเนินงาน	580	(1,660)	1,335	1,527	<b>ส่วนของผู้ถือหุ้น</b>	<b>2,980</b>	<b>742</b>	<b>3,306</b>	<b>4,834</b>
Norm EPS (บาท)	0.49	(1.40)	0.38	0.43	<b>หนี้สินและส่วนของผู้ถือหุ้น</b>	<b>9,176</b>	<b>25,745</b>	<b>31,829</b>	<b>37,398</b>

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
<b>รายได้รวม</b>	<b>1,382</b>	<b>1,449</b>	<b>1,579</b>	<b>1,411</b>	สินทรัพย์อื่น	3,912	4,278	4,216	14,958
ค่าใช้จ่ายในการประกันภัยต่อ	(1,088)	(1,274)	(1,492)	(3,995)	<b>สินทรัพย์รวม</b>	<b>13,186</b>	<b>14,787</b>	<b>14,950</b>	<b>25,745</b>
ค่าใช้จ่ายในการลงทุน	-	-	(12)	(4)	เงินสำรองเบี้ยประกันภัยรับรวม	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)	<b>หนี้สินรวม</b>	<b>9,975</b>	<b>11,741</b>	<b>12,258</b>	<b>25,003</b>
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
<b>กำไรสุทธิ</b>	<b>205</b>	<b>116</b>	<b>75</b>	<b>(2,055)</b>	อัตรารีดemption ของหุ้นคงค้าง	347	355	164	270
<b>EPS (บาท)</b>	<b>0.17</b>	<b>0.10</b>	<b>0.06</b>	<b>(1.73)</b>	กำไรสะสม	1,497	1,326	1,163	(893)
กำไรจากการดำเนินงาน	205	116	75	(2,055)	<b>ส่วนของผู้ถือหุ้น</b>	<b>3,211</b>	<b>3,047</b>	<b>2,692</b>	<b>742</b>
Norm EPS (บาท)	0.17	0.10	0.06	(1.73)	<b>หนี้สินและส่วนของผู้ถือหุ้น</b>	<b>13,186</b>	<b>14,787</b>	<b>14,950</b>	<b>25,745</b>

อัตราส่วนทางการเงิน					สมมติฐานในการประมาณการ				
สิ้นสุด 31 ธ.ค.	2553	2554	2555F	2556F	สิ้นสุด 31 ธ.ค.	2553	2554	2555F	2556F
Gross margin	11.47%	-38.24%	-84.13%	10.57%	อัตรากำไรเดบิตของเบี้ยประกันภัยรับรวม	4.3%	55.6%	2.4%	13.8%
Net margin	10.17%	11.23%	-22.38%	-52.41%	Loss ratio	48.9%	103.8%	146.3%	49.5%
ROI	3.88%	5.53%	5.70%	5.80%	Combined ratio	88.3%	144.1%	187.0%	89.1%
ROE	23.00%	21.40%	-89.17%	-215.67%	Retention Rate (%)	71.6%	77.6%	70.8%	72.7%
ค่าใช้จ่ายในการประกันภัยต่อ/เบี้ยประกันภัยรับรวม	86.75%	124.86%	180.88%	86.68%	Policy Reserve to Equity	138.8%	2367.0%	615.6%	487.6%
เงินสำรองเบี้ยประกันภัยรับรวม/เบี้ยประกันภัยรับรวม	0.39	0.54	0.49	0.58	Policy Reserve to Assets (x)	0.45	0.68	0.64	0.63
หนี้สิน/ทุน (เท่า)	1.19	2.08	33.68	8.63	Policy Reserve to Investment Assets (x)	0.80	1.71	1.37	1.25
เงินกองทุน/ เงินสำรองประกันชีวิต	1.76	0.72	0.04	0.16	Dividend Payout ratio	83.9%	74.1%	0.0%	0.0%

ที่มา : งบการเงิน/ ฝ่ายวิจัย ASP