

แม้กำไร 4Q54 ไม่น่าประทับใจ แต่จบทั้งปียังสวยหรู...ยังรอแผนธุรกิจปี 2555

▶ **คาดกำไร 4Q54 หดตัว 23.9% qoq...ผลกระทบน้ำท่วมทางอ้อมกดดันเบี้ยใหม่**
ฝ่ายวิจัยคาด BLA จะมีกำไรสุทธิใน 4Q54 เท่ากับ 809 ล้านบาท หดตัวถึง 23.9% qoq และ 37.8% yoy ตามที่ได้เคยเสนอไปในช่วงที่ผ่านมา โดยมีแรงกดดันจากประเด็นหลักๆ ดังนี้ 1) **เบี้ยประกันชีวิตรับรวมที่คาดว่าจะหดตัว 2.1% qoq ตามการหดตัวของเบี้ยใหม่ (เบี้ยรับปีแรก)** จากผลกระทบน้ำท่วมที่เกิดขึ้น (เป็นผลกระทบทางอ้อมจากความต้องการในการซื้อเบี้ยประกันของผู้บริโภคชะลอตัวลง) สวนทางกับเบี้ยประกันปีต่ออายุยังเติบโตดีจาก 3Q54 จากการต่ออายุของเบี้ยประกันประเภท Gain 1st 240 ที่ได้รับการตอบรับดีมาจากการเปิดตัวในช่วง 4Q53 2) **การเพิ่มขึ้นของเงินสำรองเบี้ยประกันภัยระดับปกติที่เฉลี่ย 63-64%** จากที่อยู่ในระดับค่อนข้างต่ำกว่าปกติที่ราว 60% ในช่วง 9M54 เป็นผลจากการตั้งสำรองเบี้ยฯ ระดับสูงในช่วงที่ผ่านมา ทำให้ค่าใช้จ่ายส่วนเกินดังกล่าวไม่สามารถนำไปหักลดหย่อนภาษีฯ ได้ และ 3) **การเพิ่มขึ้นของอัตราภาษีเงินได้ฯ ใน 4Q54 ที่จะกลับไปสู่ระดับปกติตามระดับการกันสำรองเบี้ยฯ ที่กลับสู่ระดับปกติที่ 24-25%** เพิ่มขึ้นจากช่วง 9M54 ที่อยู่ในระดับเฉลี่ยเพียง 22% อย่างไรก็ตาม หากพิจารณากำไรสุทธิทั้งปี 2554 คาดว่าจะเพิ่มขึ้นสู่ระดับ 4.23 พันล้านบาท ยังเติบโตอย่างโดดเด่นถึง 51.5% yoy และยังคงเดินหน้าขึ้นทำระดับสูงสุดเป็นประวัติการณ์ในรายปี

▶ **รอความชัดเจนของแผนธุรกิจในปี 2555...แต่ภาพรวมไม่น่าหวั่นหรือหวาดเสียว**

ฝ่ายวิจัยยังคงประมาณการผลการดำเนินงานปี 2555 เท่าเดิม โดยยังรอความชัดเจนจากการกำหนดแผนธุรกิจในปี 2555 ของบริษัทฯ ในเร็วๆ นี้ ทั้งนี้ ฝ่ายวิจัยคาดแนวโน้มกำไรสุทธิปี 2555 จะเติบโตต่อเนื่องจาก 14.2% yoy ภายใต้สมมติฐานคาดการณ์การเติบโตของเบี้ยประกันชีวิตรับรวมเพียง 9% yoy ซึ่งมีโอกาสสูงมากที่อาจจะต้องปรับเพิ่มขึ้น เนื่องจาก BLA มักจะกำหนดเป้าหมายการเติบโตของเบี้ยประกันชีวิตรับรวมให้สูงกว่าอุตสาหกรรมที่คาดการณ์ไว้ 15% yoy แต่คงไม่ได้ส่งผลบวกต่อการเติบโตของกำไรสุทธิที่ผิดไปจากความคาดหมายของฝ่ายวิจัยมากนัก ซึ่งฝ่ายวิจัยเชื่อว่าภาพรวมธุรกิจในปี 2555 จะเห็นการเติบโตที่เริ่มเข้าสู่ภาวะที่มีเสถียรภาพมากขึ้นจากเดิมที่เติบโตในอัตราเร่ง ซึ่งเป็นผลจากการเปลี่ยนแปลงของโครงสร้างเบี้ยประกันภัยรับรวม จากนโยบายที่บริษัทฯ จะเน้นผลิตภัณฑ์ประเภทคุ้มครองชีวิตมากขึ้น แม้แนวโน้มการเติบโตของเบี้ยประกันภัยโดยรวมจะไม่สดใสเท่าประเภทสะสมทรัพย์ แต่ก็ให้อัตรากำไรที่สูงกว่า และยังคงช่วยผลักดันให้มูลค่าที่ประเมินจากธุรกิจใหม่หรือ VNB ที่ดีกว่า โดยที่บริษัทฯ จะลดสัดส่วนของผลิตภัณฑ์ประเภทสะสมทรัพย์ลง

▶ **อยู่ระหว่างการทบทวน Fair value ใหม่...ยังคงคำแนะนำถือ**

ฝ่ายวิจัยยังคงคำแนะนำลงทุนถือ สำหรับหุ้น BLA โดยยังอยู่ในระหว่างการทบทวน Fair value ปี 2555 ใหม่ จากเดิมที่กำหนดไว้เท่ากับ 61.28 บาท (BVS เท่ากับ 14.48 บาท และ Embedded value เท่ากับ 46.79 บาท) โดยเฉพาะในเรื่องการกำหนด Embedded value ใหม่จากบริษัทฯ ซึ่งฝ่ายวิจัยจะนำเสนอเพิ่มเติมในภายหลัง

Key Data (ล้านบาท)	FY51A	FY52A	FY53A	FY54F	FY55F
FY: ปีที่ 31 ธ.ค.					
กำไรสุทธิ	752	1,186	2,796	4,236	4,839
EPS (บาท)	0.75	0.99	2.33	3.53	4.03
Norm profit	745	1,197	2,826	4,250	4,839
BVS (บาท)	3.02	6.03	9.10	11.40	14.26
PER (x)	65.8	50.1	21.2	14.0	12.3
PBV (x)	16.4	8.2	5.4	4.3	3.5
DPS (บาท)	0.26	0.30	0.71	1.07	1.22
Div yields (%)	0.5%	0.6%	1.4%	2.2%	2.5%
ROE (%)	24.7%	23.1%	30.8%	34.4%	31.4%

ที่มา: ฝ่ายวิจัย ASP

วันพฤหัสบดีที่ 9 กุมภาพันธ์ 2554

คำแนะนำการลงทุน

ถือ

ราคาปัจจุบัน : 49.50 บาท

Fair Value ปี 2555 : 61.28 บาท

มูลค่าตลาด : 59,400 ล้านบาท

การจัดอันดับบริษัทปี 2553

Na.

เปรียบเทียบประมาณการของ ASP กับ SAA consensus

EPS (บาท)	ASP	Cons	% diff
2555F	4.03	3.35	20%
2556F	na.	3.71	na.

ที่มา: ประมาณการโดยฝ่ายวิจัย ASP, SAA consensus

สัญลักษณ์	ระดับคะแนน	ความหมาย
▲▲▲▲▲	90-100	ดีเลิศ
▲▲▲▲	80-89	ดีมาก
▲▲▲	70-79	ดี
na.	<70	ไม่มีสัญลักษณ์

อุษณีย์ ลีวัฒน์

เลขทะเบียนนักวิเคราะห์: 017928

usanee@asiaplus.co.th

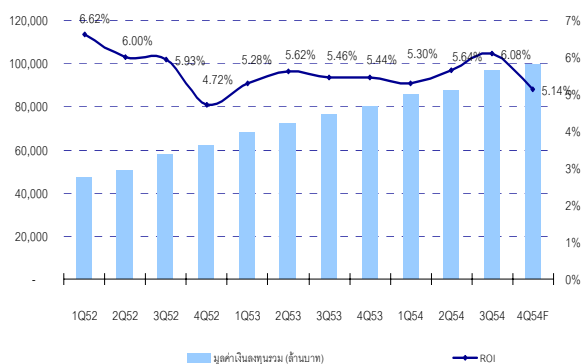
ข้อมูลในเอกสารฉบับนี้ รวบรวมมาจากแหล่งข้อมูลที่น่าเชื่อถือ อย่างไรก็ดี บมจ. หลักทรัพย์ เอเชีย พลัส ไม่สามารถที่จะยืนยันหรือรับรองความถูกต้องของข้อมูลเหล่านี้ได้ ไม่ว่าประการใด ๆ บทวิเคราะห์ในเอกสารฉบับนี้ จัดทำขึ้นโดยอ้างอิงหลักเกณฑ์ทางวิชาการเกี่ยวกับหลักการวิเคราะห์ และมีได้เป็นการชี้แนะ หรือเสนอแนะให้ซื้อหรือขายหลักทรัพย์ใด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

คาดการณ์ผลการดำเนินงาน 4Q54 และปี 2554 ของ BLA

ล้านบาท	2Q53	3Q53	4Q53	1Q54	2Q54	3Q54	4Q54F	%QoQ	%YoY	2554F	2553	%YoY
เบี้ยประกันภัยรับสุทธิ	5,473	5,570	8,091	7,861	7,959	6,761	6,621	-2.1%	-18.2%	29,202	25,982	12.4%
รายได้และกำไรจากการลงทุน	984	1,009	1,062	1,100	1,220	1,398	1,260	-9.8%	18.6%	4,977	3,916	27.1%
รายได้รวม	6,459	6,584	9,160	8,965	9,182	8,163	7,885	-3.4%	-13.9%	34,195	29,920	14.3%
ค่าใช้จ่ายในการประกันภัย	(5,383)	(5,736)	(7,076)	(7,388)	(7,166)	(6,485)	(6,521)	0.6%	-7.8%	(27,560)	(25,071)	9.9%
ค่าใช้จ่ายดำเนินงาน	(303)	(283)	(352)	(315)	(251)	(318)	(316)	-0.6%	-10.3%	(1,200)	(1,229)	-2.4%
ค่าใช้จ่ายรวม	(5,685)	(6,028)	(7,446)	(7,700)	(7,417)	(6,801)	(6,834)	0.5%	-8.2%	(28,753)	(26,329)	9.2%
กำไรก่อนภาษีเงินได้	775	556	1,714	1,265	1,765	1,362	1,050	-22.9%	-38.7%	5,442	3,591	51.6%
หัก ภาษีเงินได้	(172)	(102)	(415)	(278)	(387)	(299)	(242)	-19.1%	-41.8%	(1,206)	(794)	51.8%
กำไรสุทธิ	603	454	1,299	987	1,377	1,063	809	-23.9%	-37.8%	4,236	2,796	51.5%
EPS (บาท)	0.50	0.38	1.08	0.82	1.15	0.89	0.67	-23.9%	-37.8%	3.53	2.33	51.5%
กำไรจากการดำเนินงาน	463	401	1,151	950	1,272	888	646	-27.3%	-43.9%	3,755	2,375	58.1%
Gross margin	1.6%	-3.0%	12.5%	6.0%	10.0%	4.1%	1.5%			5.6%	3.5%	
ROI	5.62%	5.46%	5.44%	5.30%	5.64%	6.08%	5.14%			5.54%	5.51%	
ROE	29.54%	20.47%	51.24%	34.75%	45.04%	33.26%	24.37%			121.50%	56.64%	
สำรองประกันชีวิต/ เบี้ยประกันภัยรับ	58.3%	61.8%	58.4%	60.3%	59.5%	60.1%	64.2%			60.9%	60.2%	

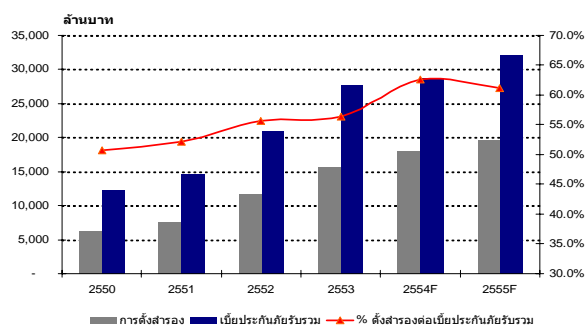
ที่มา : ฝ่ายวิจัย ASP

ผลตอบแทนพอร์ตลงทุนเฉลี่ยรายไตรมาส (ROI)



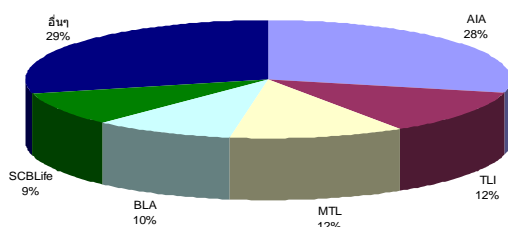
ที่มา : งบการเงิน/ ฝ่ายวิจัย ASP

ค่าใช้จ่ายสำรองเบี้ยฯ เทียบกับเบี้ยประกันภัยรวมรายไตรมาส



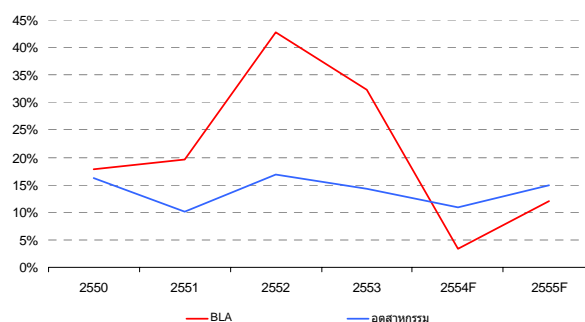
ที่มา : งบการเงิน/ ฝ่ายวิจัย ASP

ส่วนแบ่งตลาดเบี้ยประกันชีวิต 5 อันดับแรกของอุตสาหกรรม



ที่มา : TLAAP ฝ่ายวิจัย ASP

การเติบโตของเบี้ยประกันชีวิตรวมของ BLA เทียบกับอุตสาหกรรม



ที่มา : TLAAP ฝ่ายวิจัย ASP

ประมาณการผลการดำเนินงานปี 2554-55 ของ BLA

งบกำไรขาดทุน (ล้านบาท)					งบดุล (ล้านบาท)				
สิ้นสุด 31 ธ.ค.	2552	2553	2554F	2555F	สิ้นสุด 31 ธ.ค.	2552	2553	2554F	2555F
เบี่ยประกันภัยรับสุทธิ	19,632	25,982	29,682	32,411	เงินลงทุนในหลักทรัพย์	62,141	82,847	99,478	125,417
รายได้จากการลงทุนสุทธิ	2,760	3,465	4,899	5,615	เงินให้กู้ยืม-สุทธิ	1,904	2,158	2,020	2,222
กำไรจากการลงทุนในหลักทรัพย์	236	451	400	400	เงินสดและเงินฝากสถาบันการเงิน	1,718	860	2,514	1,310
รายได้อื่น	26	22	22	22	ที่ดิน อาคารและอุปกรณ์-สุทธิ	334	339	320	352
รายได้รวม	22,654	29,920	35,003	38,448	สินทรัพย์อื่น	2,242	2,543	3,699	3,487
ค่าใช้จ่ายในการประกันภัย	(19,954)	(25,071)	(27,813)	(30,552)	สินทรัพย์รวม	68,339	88,746	108,031	132,788
ค่าใช้จ่ายดำเนินงาน	(1,112)	(1,229)	(1,745)	(1,861)	เงินสำรองประกันชีวิต	53,558	69,203	86,993	106,607
ขาดทุน (กำไร) จาก Fx	(12)	(29)	(14)	-	หนี้สินอื่น	7,550	8,626	7,357	9,064
ค่าใช้จ่ายรวม	(21,077)	(26,329)	(29,572)	(32,413)	หนี้สินรวม	61,108	77,829	94,350	115,672
กำไรก่อนภาษีเงินได้	1,578	3,591	5,431	6,034	ทุนเรียกชำระแล้ว	1,200	1,200	1,200	1,200
หัก ภาษีเงินได้	(392)	(794)	(1,195)	(1,195)	ส่วนเกินมูลค่าหุ้น	2,700	2,700	2,700	2,700
กำไรสุทธิ	1,186	2,796	4,236	4,839	ส่วนเกินทุนจากมูลค่าเงินลงทุน	1,033	2,341	2,156	2,220
EPS (บาท)	0.99	2.33	3.53	4.03	กำไรสะสม	2,298	4,676	7,626	10,996
กำไรจากการดำเนินงาน	1,197	2,826	4,250	4,839	ส่วนของผู้ถือหุ้น	7,232	10,917	13,682	17,116
Norm EPS (บาท)	1.00	2.35	3.54	4.03	หนี้สินและส่วนของผู้ถือหุ้น	68,339	88,746	108,031	132,788

งบกำไรขาดทุนรายไตรมาส (ล้านบาท)					งบดุลรายไตรมาส (ล้านบาท)				
สิ้นสุด 31 ธ.ค.	4Q53	1Q54	2Q54	3Q54	สิ้นสุด 31 ธ.ค.	4Q53	1Q54	2Q54	3Q54
เบี่ยประกันภัยรับสุทธิ	8,091	7,861	7,959	6,761	เงินลงทุนในหลักทรัพย์	80,127	85,990	87,125	96,662
รายได้จากการลงทุนสุทธิ	897	1,065	1,114	1,224	เงินให้กู้ยืม-สุทธิ	2,158	2,197	2,241	1,916
กำไรจากการลงทุนในหลักทรัพย์	165	35	106	173	เงินสดและเงินฝากสถาบันการเงิน	3,580	2,778	7,695	2,568
รายได้อื่น	7	5	3	4	ที่ดิน อาคารและอุปกรณ์-สุทธิ	339	334	325	315
รายได้รวม	9,160	8,965	9,182	8,163	สินทรัพย์อื่น	2,740	3,800	3,396	3,511
ค่าใช้จ่ายในการประกันภัย	(7,076)	(7,388)	(7,166)	(6,485)	สินทรัพย์รวม	88,943	95,099	100,782	104,971
ค่าใช้จ่ายดำเนินงาน	(352)	(315)	(251)	(318)	เงินสำรองประกันชีวิต	68,190	72,933	77,665	81,729
ขาดทุน (กำไร) จาก Fx	(17)	2	(0)	2	หนี้สินอื่น	9,836	10,352	10,465	10,331
ค่าใช้จ่ายรวม	(7,446)	(7,700)	(7,417)	(6,801)	หนี้สินรวม	78,026	83,285	88,131	92,059
กำไรก่อนภาษีเงินได้	1,714	1,265	1,765	1,362	ทุนเรียกชำระแล้ว	1,200	1,200	1,200	1,200
หัก ภาษีเงินได้	(415)	(278)	(387)	(299)	ส่วนเกินมูลค่าหุ้น	2,700	2,700	2,700	2,700
กำไรสุทธิ	1,299	987	1,377	1,063	ส่วนเกินทุนจากการเปลี่ยนแปลงมูลค่าเงินลงทุน	2,341	2,359	2,382	2,034
EPS (บาท)	1.08	0.82	1.15	0.89	กำไรสะสม	4,154	5,033	5,847	6,457
กำไรจากการดำเนินงาน	1,316	985	1,377	1,061	ส่วนของผู้ถือหุ้น	10,917	11,814	12,651	12,912
Norm EPS (บาท)	0.96	0.79	1.06	0.74	หนี้สินและส่วนของผู้ถือหุ้น	88,943	95,099	100,782	104,971

อัตราส่วนทางการเงิน					สมมติฐานในการประมาณการ				
สิ้นสุด 31 ธ.ค.	2552	2553	2554F	2555F	สิ้นสุด 31 ธ.ค.	2552	2553	2554F	2555F
Gross margin	12.88%	15.28%	22.11%	21.54%	อัตราการเติบโตของเบี่ยประกันภัยรับรวม	33.3%	32.3%	14.2%	9.2%
Net margin	5.23%	9.35%	12.10%	12.59%	อัตราการเติบโตของเบี่ยประกันภัยรับปีแรก	89.7%	14.5%	6.2%	10.6%
ROI	5.60%	5.40%	5.81%	5.35%	อัตราการเติบโตของเบี่ยประกันภัยรับปีต่อไป	24.5%	42.8%	4.7%	8.3%
ROE	23.13%	30.82%	34.44%	31.43%	อัตราการเติบโตของค่าใช้จ่ายในการรับประกันภัย	34.4%	25.6%	10.9%	9.8%
ค่าใช้จ่ายในการรับประกันภัย/เบี่ยรับรวม	14.46%	11.62%	10.09%	10.10%	อัตราการเติบโตของเงินลงทุน	38.5%	33.3%	20.1%	26.1%
เงินจ่ายตามกรมธรรม์/เบี่ยประกันภัยรับรวม	27.70%	24.50%	22.00%	22.00%	อัตราการคงอยู่ของกรมธรรม์ (Persistency rate)	90.0%	90.0%	79.0%	85.0%
หนี้สิน/ทุน (เท่า)	8.45	7.13	6.90	6.76	สินทรัพย์รวม/เงินสำรองประกันชีวิต	127.6%	128.2%	124.2%	124.6%
เงินกองทุน/ เงินสำรองประกันชีวิต	13.50%	15.77%	15.73%	16.06%	เงินลงทุนในสินทรัพย์/เงินสำรองประกันชีวิต	122.8%	124.1%	119.6%	121.0%

ที่มา : งบการเงิน/ ฝ่ายวิจัย ASP