

กรุงเทพประกันชีวิต

ผลประกอบการไตรมาส 2/55 ต่ำกว่า
คาดเนื่องจากการตั้งสำรองฯเพิ่มมาก

Insurance
Overweight

คำแนะนำพื้นฐาน: **ซื้อ**
เป้าหมายพื้นฐาน: **54.00 บาท**
ราคา (08/08/12): **45.75 บาท**

Key Ratios & Statistics

Market cap	Bt54.90bn		
12-mth price range	Bt39.00/Bt59.50		
12-mth avg daily volume	Bt10166m		
# of shares (m)	1200.0		
Est. free float (%)	34.6		
Foreign limit (%)	25.0		
Share price perf. (%)	1M	3M	12M
Relative to SET	(12)	(7.1)	(29.8)
Absolute	11	(8.5)	(17.2)

Financial summary

FY Ended 31 Dec	2011	2012E	2013E	2014E
Total rev (Btm)	36,091	40,219	43,454	46,673
Net profit (Btm)	3,417	3,700	4,450	4,950
Fully diluted EPS (Bt)	2.85	3.08	3.71	4.13
BLS/Consensus (x)	n.m.	0.84	0.87	0.79
EPS Consensus (Bt)	n.m.	3.65	4.25	5.25
EPS growth (%)	+22.2%	+8.3%	+20.3%	+11.2%
PER (x)	16.07	14.84	12.34	11.09
EV/EBITDA (x)	7.63	6.62	5.51	4.13
PBV (x)	4.09	3.43	2.78	2.32
Dividend (Bt)	0.72	0.70	0.90	1.00
Dividend yield (%)	1.57	1.53	1.97	2.19
ROE (%)	25.44	23.14	22.53	20.91
ROA (%)	3.04	2.74	2.71	2.63
Net gearing (x)	7.2	7.4	7.3	6.9

CG Rating - 2011



EARNINGS RESULTS

ต่ำกว่าคาด: BLA รายงานกำไรสุทธิไตรมาส 2/55 ที่ 808 ล้านบาทลดลง 37% YoY และ 12% QoQ ผลประกอบการลดลงกว่าที่เราคาด 15% และน้อยกว่าที่ตลาดคาด 18% เนื่องจากการตั้งสำรองประกันชีวิตจำนวนมากกว่าปกติและอัตราภาษีสูงถึง 38% ดังนั้นกำไรสุทธิครั้งแรกของปีจึงคิดเป็นเพียง 47% ของประมาณการปี 2555

ประเด็นหลักจากผลประกอบการ: เบี้ยประกันรวมไตรมาส 2/55 ปรับตัวเพิ่มขึ้น 25% YoY และ 13% QoQ เป็น 9.97 พันล้านบาทหนุนโดยยอดขายเบี้ยประกันที่ชำระเพียงครั้งเดียว (SP) จำนวน 1.4 พันล้านบาท ("Whole Life First" 175) การเพิ่มขึ้นมากของเบี้ยประกันชีวิตที่ชำระเพียงครั้งเดียว ทำให้ BLA ได้เพิ่มการกันสำรองสำหรับประกันชีวิตเป็น 71% ของเบี้ยประกันรวม (เราใช้สมมติฐานที่ 63.5%), ปรับเพิ่มขึ้นจาก 59.5% ในไตรมาส 2/54 การตั้งสำรองที่เพิ่มขึ้นทำให้กำไรจากธุรกิจประกันชีวิตลดลงเป็น 226 ล้านบาทจาก 793 ล้านบาทในไตรมาส 2/54

ให้สังเกตว่าผู้ซื้อ Whole Life 1st 175 ส่วนใหญ่จะเน้นการชำระเบี้ยเพียง ครั้งเดียวเพื่อแลกกับการคุ้มครองตลอดชีพ ดังนั้นการตั้งสำรองในกรณีนี้จึงต้องตั้งก่อนใหญ่ครั้งแรกในปีแรกแต่จะลดลงอย่างมากในปีถัดไป

อัตราผลตอบแทนจากการลงทุนอยู่ที่ 4.8% ในไตรมาส 2/55 ซึ่งสูงกว่าที่เราคาดที่ 4.7% เล็กน้อยหนุนโดยกำไรสุทธิจากการลงทุน 91 ล้านบาท (สมมติฐานของเราอยู่ที่ 70 ล้านบาท) รายได้จากการลงทุนอยู่ที่ 1.35 พันล้านบาท เพิ่มขึ้น 21% YoY และ 1% QoQ หนุนโดยการขยายตัวของสินทรัพย์ลงทุนและการบริหารพอร์ตที่มีประสิทธิภาพ

แนวโน้ม: เราคาดว่ายอดขายที่ปรับตัวเพิ่มขึ้นของ Whole Life 1st จะยังทรงตัวต่อเนื่องจากไตรมาสสองตลอดครึ่งหลังของปี 2555 โดยเฉพาะอย่างยิ่งไตรมาส 4/55 ดังนั้นเราจึงคาดว่าจะมีการตั้งสำรองประกันชีวิตจำนวนมากอยู่ในช่วง 63-68% ของเบี้ยประกันทั้งหมด (เราคาดไว้ที่ 65%)

สิ่งที่เปลี่ยนแปลงไป? เรายังคงประมาณการกำไรสุทธิเท่าเดิมที่ 3.7 พันล้านบาทสำหรับในเวลานี้

คำแนะนำ: ความสำเร็จในการขาย Whole Life 1st (ประกันชีวิตตลอดชีพ) จะช่วยหนุนผลประกอบการในระยะยาวของ BLA เนื่องจากผลิตภัณฑ์ดังกล่าวมีอัตราค่าโรรี่สูงกว่าผลิตภัณฑ์ในรูปแบบประกันชีวิตสะสมทรัพย์ โดยระยะยาวรายได้ที่เข้ามาจะมากกว่าค่าใช้จ่ายที่จ่ายจำนวนมากจากการตั้งสำรองในระยะแรก นอกจากนี้แนวโน้มอุตสาหกรรมที่สดใสธุรกิจประกันชีวิตยังสนับสนุนให้ BLA สามารถทำกำไรได้ดีในอนาคต เรายังคงคำแนะนำ **ซื้อ** ด้วยราคาเป้าหมายปี 2555 ที่ 54 บาท

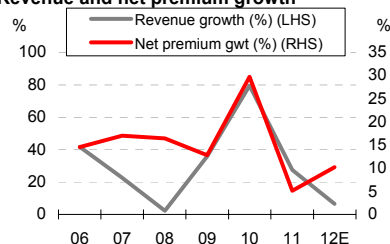
Figure 1: 2Q12 results

FY Ended 31 Dec (Btm)	2Q12	2Q11	YoY %	1Q12	QoQ %	6M12	6M11	YoY %
Income Statement								
Net insurance premium revenue	9,973	7,959	25	8,803	13	18,776	15,820	19
Less provision for life policy reserve	7,061	4,732	49	5,755	23	12,816	9,475	35
Revenue realization on premium	2,912	3,227	(10)	3,048	(4)	5,960	6,345	(6)
Underwriting expenses	2,686	2,433	10	2,943	(9)	5,629	5,078	11
Profit from insurance business	226	793	(71)	105	116	331	1,267	NM
Net investment income	1,350	1,114	21	1,335	1	2,685	2,179	23
Gain on investment	91	124	(26)	198	(54)	289	159	82
Other income	27	3	735	(10)	nm	17	10	65
Total revenues	1,694	2,034	(17)	1,628	4	3,322	3,614	(8)
Total operating expenses	386	355	9	344	12	730	670	9
EBT	1,308	1,679	(22)	1,284	2	2,592	2,944	(12)
Income tax	501	387	29	370	35	871	665	31
Net profit	808	1,292	(37)	914	(12)	1,721	2,279	(24)
EPS	0.67	1.08	(37)	0.76	(12)	1.43	1.90	(24)
Key ratios								
Premium/life policy reserve (%)	39.4	54.7		37.4		39.4	54.7	
Life policy provision/Premium (%)	70.8	59.5		65.4		68.3	59.9	
ROI (%)	4.8	5.6		5.5		4.8	5.6	
Tax rate (%)	38.3	23.1		28.8		33.6	22.6	
Net margin (%)	7.1	14.0		8.8		7.9	12.6	
D/E (x)	7.1	7.1		7.4		7.1	7.1	
Cost to Income (%)	23.1	20.5		21.1		22.0	18.5	
Asset/Equity (%)	8.1	8.2		8.4		8.1	8.2	
Balance Sheet								
Cash & Equivalent	1,521	7,695	(80)	563	170			
Total assets	129,240	100,782	28	121,883	6			
Unpaid benefit to life policy	401	7,243	(94)	385	4			
Premium received in advance	452	1,067	(58)	484	0			
Total liabilities	113,167	88,131	28	106,753	6			
Retained earnings	7,848	5,847	34	7,445	5			
Shareholders equity	16,073	12,651	27	15,130	6			
Minority interests	0	0	nm	0	nm			
BV (Bt)	13.4	10.5	27	12.6	6			

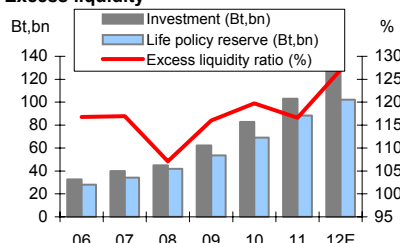
- Life policy reserve-setting was heavier than we assumed
- Underwriting profit was Bt226m, down 71% YoY
- Bt91m investment gain in 2Q12 (we estimated only Bt70m)
- ROI was 4.8% in 2Q12 (our estimate was 4.8%)

Source: Company data

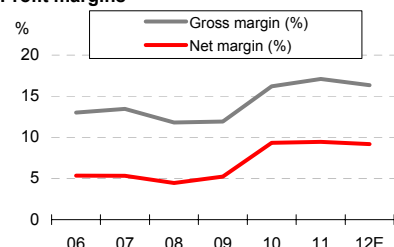
Revenue and net premium growth



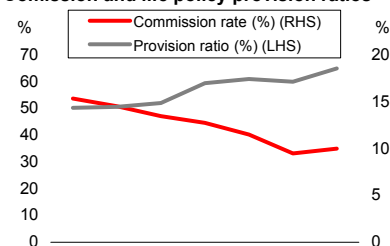
Excess liquidity



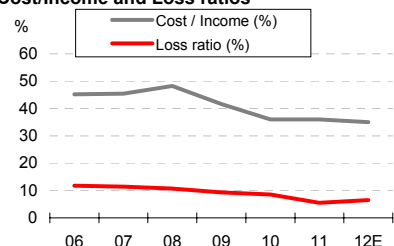
Profit margins



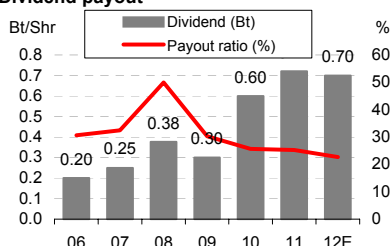
Comission and life policy provision ratios



Cost/Income and Loss ratios



Dividend payout



PROFIT & LOSS (Btm)

	2009	2010	2011	2012E	2013E
Insurance premium	19,632	25,982	31,067	34,239	36,293
Less Life policy reserve	(11,666)	(15,645)	(20,197)	(22,255)	(23,591)
Net premium	7,966	10,337	10,870	11,984	12,703
Underwriting expenses	(8,287)	(9,426)	(9,728)	(11,405)	(12,121)
Profit from insurance	(322)	911	1,142	578	581
Revenue on investment	2,996	3,916	5,024	5,980	7,160
Other income /exp.	26	22	16	30	35
Net revenue	2,701	4,849	6,182	6,588	7,777
Operating expenses	(1,123)	(1,259)	(1,339)	(1,707)	(1,921)
EBIT	1,578	3,591	4,842	4,882	5,855
Minority interest	0	0	0	0	0
Extra items	0	0	0	0	0
Income tax	(392)	(794)	(1,425)	(1,182)	(1,405)
Net profit (loss)	1,186	2,796	3,417	3,700	4,450
Reported EPS	0.99	2.33	2.85	3.08	3.71
Fully diluted EPS	0.99	2.33	2.85	3.08	3.71
Core net profit	1,159	2,774	3,402	3,670	4,415
Core EPS	0.97	2.31	2.83	3.06	3.68
EBITDA	1,673	3,686	4,938	4,977	5,951

KEY RATIOS

	2009	2010	2011	2012E	2013E
Revenue growth (%)	36.0	79.5	27.5	6.6	18.0
Gross margin (%)	11.9	16.2	17.1	16.4	17.9
EBITDA margin (%)	7.4	12.3	13.7	12.4	13.7
Operating margin (%)	5.1	9.3	9.4	9.1	10.2
Net margin (%)	5.2	9.3	9.5	9.2	10.2
Core profit margin (%)	5.1	9.3	9.4	9.1	10.2
ROA (%)	1.7	3.2	3.0	2.7	2.7
ROE (%)	16.4	25.6	25.4	23.1	22.5
Commission /Insurance prerr	12.7	11.5	9.5	10.0	10.0
Life policy Provision /insuran	59.4	61.0	60.0	65.0	65.0
Cost/income	41.6	36.0	36.0	35.0	34.0
Total Loss ratio (benefit pay)	9.3	8.5	5.6	6.6	5.8

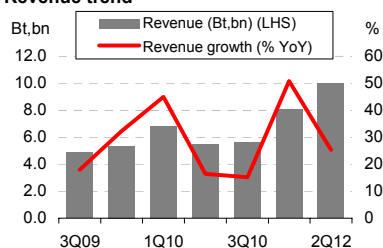
BALANCE SHEET (Btm)

	2009	2010	2011	2012E	2013E
Cash & Equivalent	1,718	860	2,737	446	1,100
Total investment in securities	62,141	82,847	103,082	129,900	153,000
Total net loans	1,907	2,158	2,113	2,733	6,970
Premises & equipment (Net	334	339	306	400	460
Other assets	2,240	2,543	4,221	1,692	2,923
Total assets	68,339	88,746	112,459	135,171	164,453
Life policy reserve	53,558	69,203	88,386	102,251	124,261
Unpaid benefit to life policy	4,680	5,461	8,354	9,862	10,992
Premium received in advanc	1,417	1,281	0	2,500	3,625
Other liabilities	1,452	1,885	2,288	4,568	5,825
Total liabilities	61,108	77,829	99,028	119,181	144,703
Paid-up capital	1,200	1,200	1,200	1,200	1,200
Share premium	2,700	2,700	2,700	2,700	2,700
Retained earnings	3,332	7,017	9,531	12,090	15,850
Shareholders equity	7,232	10,917	13,431	15,990	19,750
Minority interests	0	0	0	0	0
Total Liab. & Shareholders '	68,339	88,746	112,459	135,171	164,453

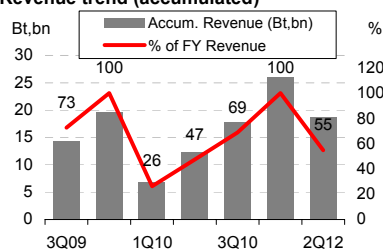
CASH FLOW (Btm)

	2009	2010	2011	2012E	2013E
Net income	1,186	2,796	3,417	3,700	4,450
Depreciation and amortizatio	112	117	123	129	136
Change in working capital	12,209	16,236	19,098	23,307	24,860
FX, non-cash adjustment &	1,142	1,413	876	837	804
Cash flows from operating	13,507	19,149	22,638	27,137	29,446
Capex (Invest)/Divest	(405)	0	(44)	(94)	(60)
Others	(64,280)	(182,016)	(22,506)	(26,674)	(26,767)
Cash flows from investing	(7,085)	(22,766)	(22,550)	(26,768)	(26,827)
Debt financing (repayment)	0	0	0	0	0
Equity financing	2,625	0	0	0	0
Dividend payment	(315)	(419)	(931)	(864)	(840)
Others	0	0	0	0	0
Cash flows from financing	2,310	(419)	(931)	(864)	(840)
Net change in cash	8,732	(4,035)	(843)	(495)	1,779
Free cash flow (Btm)	13,102	19,149	22,594	27,043	29,386
FCF per share (Bt)	10.92	15.96	18.83	22.54	24.49

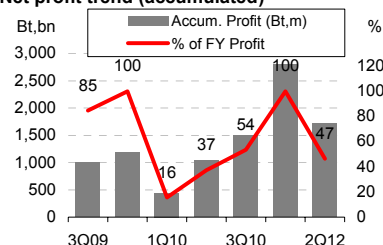
Revenue trend



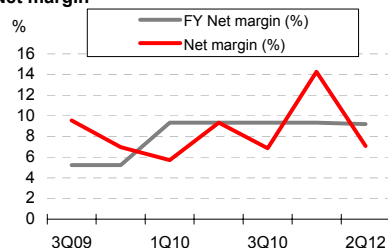
Revenue trend (accumulated)



Net profit trend (accumulated)



Net margin



QUARTERLY PROFIT & LOSS (Btm)

	2Q11	3Q11	4Q11	1Q12	2Q12
Net insurance premium revenue	7,959	6,761	8,485	8,803	9,973
Less provision for life policy reserve	4,732	4,063	6,658	5,755	7,061
Revenue realization on premium	3,227	2,698	1,828	3,048	2,912
Underwriting expenses	2,433	2,422	2,228	2,943	2,686
Profit from insurance business	793	276	(401)	105	226
Net investment income	1,114	1,224	1,295	1,335	1,350
Gain on investment	124	172	(4)	198	91
Total revenue from investment	1,238	1,397	1,290	1,533	1,441
Other income	3	7	(1)	(10)	27
Total revenues	2,034	1,679	888	1,628	1,694
Total operating expenses	355	318	352	344	386
Exceptional items	-	-	-	-	-
EBT	1,679	1,362	536	1,284	1,308
Income tax	387	299	461	370	501
Minority Interest	-	-	-	-	-
Net profit	1,292	1,063	75	914	808
EPS	1.08	0.89	0.06	0.76	0.67
Core profit before tax	1,553	1,183	542	1,096	1,190
Core EPS	1.29	0.99	0.45	0.91	0.99

KEY RATIOS

	2Q11	3Q11	4Q11	1Q12	2Q12
Premium/life policy reserve (%)	54.66	43.13	38.40	37.40	39.42
Life policy provision/Premium (%)	59.46	60.10	78.46	65.38	70.80
Claim/life policy (%)	8.25	6.30	3.04	7.06	6.20
ROI (%)	5.58	5.94	5.07	5.54	4.83
Net margin (%)	14.05	13.03	0.77	8.84	7.08
Equity/Life policy reserve (%)	15.76	15.80	15.20	15.20	16.07
BV (Bt)	10.54	10.76	11.19	12.61	13.39
ROE (%)	30.3	33.4	2.2	27.2	21.4
ROA (%)	5.28	4.13	0.27	3.25	2.65
D/E (x)	7.1	6.6	7.4	7.4	7.1
Cost to Income (%)	20.5	19.9	39.6	21.1	23.1
Asset/Equity (%)	8.2	7.6	8.4	8.4	8.1

QUARTERLY BALANCE SHEET (Btm)

	2Q11	3Q11	4Q11	1Q12	2Q12
Cash & Equivalent	7,695	2,568	2,737	563	1,521
Total investment in securities	87,124	96,662	103,082	114,112	120,106
Total net loans	2,241	1,916	2,113	2,152	2,403
Premises & equipment (Net)	325	315	306	328	325
Other assets	3,397	3,511	4,221	4,727	4,886
Total assets	100,782	104,971	112,459	121,883	129,240
Life policy reserve	77,665	81,729	88,386	94,142	101,202
Unpaid benefit to life policy	7,243	6,947	8,621	385	401
Premium received in advance	1,067	1,094	0	484	452
Other liabilities	2,156	2,290	2,021	11,741	11,112
Total liabilities	88,131	92,059	99,028	106,753	113,167
Paid-up capital	1,200	1,200	1,200	1,200	1,200
Share premium	2,700	2,700	2,700	2,700	2,700
Retained earnings	5,847	6,457	6,532	7,445	7,848
Shareholders equity	12,651	12,912	13,431	15,130	16,073
Minority interests	0	0	0	0	0
Total Liab.&Shareholders' equity	100,782	104,971	112,459	121,883	129,240
	0	0	0	0	(0)

Sources: Company data, Bualuang Research

BUALUANG SECURITIES PUBLIC COMPANY LIMITED – DISCLAIMER

BUALUANG SECURITIES PUBLIC COMPANY LIMITED (BLS) is a subsidiary of BANGKOK BANK PUBLIC COMPANY LIMITED (BBL). This document is produced based upon sources believed to be reliable but their accuracy, completeness or correctness is not guaranteed. The statements or expressions of opinion herein were arrived at after due and careful consideration to use as information for investment. Expressions of opinion contained herein are subject to change without notice. This document is not, and should not be construed as, an offer or the solicitation of an offer to buy or sell any securities. The use of any information shall be at the sole discretion and risk of the user.

BUALUANG SECURITIES PUBLIC COMPANY LIMITED MAY BE IN RELATIONSHIP WITH THE SECURITIES IN THIS REPORT. "Opinions, projections and other information contained in this report are based upon sources believed to be accurate including the draft prospectus, but no responsibility is accepted for any loss occasioned by reliance placed upon the contents hereof. Bualuang Securities Public Company Limited may from time to time perform investment, advisory or other services for companies mentioned in this report, as well as dealing (as principal or otherwise) in, or otherwise being interested in, any securities mentioned herein, This report does not constitute a solicitation to buy or sell any securities". Investors should carefully read details in the prospectus before making investment decision.

BUALUANG SECURITIES PUBLIC COMPANY LIMITED ACTS AS MARKET MAKER AND ISSUER OF DERIVATIVE WARRANTS on the securities ADVANC, AOT, BANPU, BAY, BCP, BEC, BGH, BH, BIGC, BJC, BLA, BTS, CPALL, CPF, DTAC, EGCO, ESSO, GLOW, HMPRO, HEMRAJ, INTUCH, IRPC, IVL, KBANK, KTB, LH, MINT, PS, PTT, PTTEP, PTTGC, SCB, SCC, SPALI, STA, TCAP, THAI, TISCO, TOP, TMB, TPIPL, TRUE, TUF. Before making an investment decision over a derivative warrant, a potential investor should carefully read the prospectus for the details of the said derivative warrant.

This research report was prepared by Bualuang Securities Public Company Limited and refers to research prepared by Morgan Stanley. Morgan Stanley does not warrant or guarantee the accuracy or completeness of its research reports. Morgan Stanley reserves copyright and other proprietary rights in the material reproduced in this report. Morgan Stanley is under no obligation to inform Bualuang Securities or you if the views or information referred to or reproduced in this research report change.

Corporate Governance Report disclaimer

The disclosure of the survey result of the Thai Institute of Directors Association ("IOD") regarding corporate governance is made pursuant to the policy of the Office of the Securities and Exchange Commission. The survey of the IOD is based on the information of a company listed on the Stock Exchange of Thailand and the Market for Alternative Investment disclosed to the public and able to be accessed by a general public investor. The result, therefore, is from the perspective of a third party. It is not an evaluation of operation and is not base on inside information.

The survey result is as of the date appearing in the Corporate Governance Report of Thai Listed Companies. As a result, the survey result may be changed after that date. Bualuang Securities Public Company Limited does not conform nor certify the accuracy of such survey result.

Score Range	Number of Logo	Description
90 – 100		Excellent
80 – 89		Very Good
70 – 79		Good
60 – 69		Satisfactory
50 – 59		Pass
Below 50	No logo given	N/A

BUALUANG RESEARCH – RECOMMENDATION FRAMEWORK

STOCK RECOMMENDATIONS

BUY: Expected positive total returns of 15% or more over the next 12 months.

HOLD: Expected total returns of between -15% and +15% over the next 12 months.

SELL: Expected negative total returns of 15% or more over the next 12 months.

TRADING BUY: Expected positive total returns of 15% or more over the next 3 months.

SECTOR RECOMMENDATIONS

OVERWEIGHT: The industry, as defined by the analyst's coverage universe, is expected to outperform the relevant primary market index over the next 12 months.

NEUTRAL: The industry, as defined by the analyst's coverage universe, is expected to perform in line with the relevant primary market index over the next 12 months.

UNDERWEIGHT: The industry, as defined by the analyst's coverage universe, is expected to underperform the relevant primary market index over the next 12 months.