

## กำไร 2Q55 ต่ำกว่าคาดจากสำรองเบี้ยฯ และภาษีฯ กัดค้น

วันอังคารที่ 14 สิงหาคม 2555

► **กำไร 2Q55 หดตัวต่ำกว่าคาด...สำรองเบี้ยฯ และค่าใช้จ่ายภาษีฯ ตีตัวขึ้นสูง**  
BLA ประกาศกำไรสุทธิ 2Q55 เท่ากับ 808 พันล้านบาท ต่ำกว่าคาด โดยหดตัวถึง 11.6% qoq และ 37.5% yoy ด้วยเหตุกดดันจาก 1) **ค่าใช้จ่ายสำรองเบี้ยประกันภัยใน 2Q55 กลับมาแตะระดับ 70.8% ของเบี้ยรับรวมอีกครั้ง – สูงเกินคาด** จากที่ลดลงไปต่ำกว่า 70% ของเบี้ยรับรวมในช่วง 2 ไตรมาสที่ผ่านมา แม้บริษัทฯ จะได้รับผลบวกการเติบโตของเบี้ยประกันภัยรับรวมถึง 12.2% qoq และ 24.9% yoy ส่วนใหญ่เป็นการเติบโตจากเบี้ยประกันภัยรับปีแรกถึง 63.9% qoq จากผลิตภัณฑ์ประเภทคุ้มครองชีวิต (Whole life policy) ขณะที่เบี้ยปีต่อ (Renewal year premium) ยังคงค่อนข้างทรงตัวจากงวดที่ผ่านมา แต่เนื่องจากการขายผ่านช่องทาง Bancassurance เซิงรุก (65% ของเบี้ยรับรวมผ่านช่องทางตัวแทน และ 40% ของเบี้ยรับรวมผ่านช่องทาง Bancassurance ณ สิ้นงวด 1H55) ทำให้เป็นภาระหนักของบริษัทฯ ที่ต้องกันสำรองระดับสูงสำหรับเบี้ยปีแรกและเบี้ยปีต่อไป และ 2) **ค่าใช้จ่ายภาษีเงินได้ใน 2Q55 ปรับตัวเพิ่มขึ้นถึง 35.2% qoq – สูงเกินคาด** โดยอัตราภาษีเงินได้ใน 2Q55 เพิ่มขึ้นมาที่ 38.3% จาก 28.8% ใน 1Q55 ซึ่งเป็นไปตามแนวโน้มของการตั้งสำรองเบี้ยฯ กล่าวคือ หากการตั้งสำรองเบี้ยฯ เกินเกณฑ์ที่สรรพากรกำหนด จะไม่ถือเป็นค่าใช้จ่ายทางภาษีฯ สำหรับผลตอบแทนจากการบริหารเงินลงทุนใน 2Q55 ปรับตัวลดลงมาที่ 4.92% จากที่สูงมากเกือบ 5.68% ใน 1Q55 (โดยรวมแล้ว ROI ใน 1H55 ยังสูงถึง 5.35% ยังสูงกว่าเป้าหมายที่บริษัทฯ ตั้งไว้ไม่ต่ำกว่า 5%) เนื่องจากผลตอบแทนจากเงินปันผลที่ลดลงภายหลังช่วงฤดูกลาง บวกกับการลดลงของกำไรจากการซื้อขายหลักทรัพย์ในพอร์ตตราสารทุน ขณะที่รายได้ดอกเบี้ยรับยังเห็นการปรับตัวสูงขึ้นตามเม็ดเงินลงทุนโดยรวมแล้ว กำไรสุทธิในงวด 1H55 ของ BLA ปรับตัวเพิ่มขึ้นสู่ระดับ 1.72 พันล้านบาท ยังหดตัวถึง 24.5% yoy และคิดเป็น 45% ของประมาณการกำไรสุทธิทั้งปี 2555 ที่คาด

► **คงประมาณการปี 2555-56...เบี้ยรับรวมเริ่มเข้าเป้า ตัวแปรคือสำรองและภาษี**  
การเติบโตของเบี้ยประกันภัยรับรวมในช่วง 1H55 ของ BLA ที่ 18.6% yoy เริ่มสอดคล้องกับเป้าหมายทั้งปี 2555 ที่ BLA ตั้งไว้ 18.6% yoy ทำให้บริษัทฯ ยังคงเป้าหมายเดิมไว้ไม่ได้มีการปรับลดลงเช่นที่คาดไว้ก่อนหน้านี้ นอกจากนี้ แม้คาดการณ์การเติบโตของเบี้ยประกันภัยรับรวมปี 2555 ที่ประเมินไว้เพียง 11.9% yoy จะยังต่ำกว่าเป้าหมายของบริษัทฯ มาก แต่แนวโน้มการตั้งสำรองเบี้ยฯ และภาษีฯ ที่มีโอกาสปรับตัวเพิ่มขึ้นสูง จะเป็นตัวกดดันกำไรสุทธิของ BLA เช่นที่เคยนำเสนอไป ทำให้ฝ่ายวิจัยยังคงประมาณการกำไรสุทธิปี 2555-56 โดยคาดการณ์การเติบโตของกำไรสุทธิปี 2555-56 เท่ากับ 11% yoy และ 27.4% yoy ตามลำดับ ทั้งนี้ ฝ่ายวิจัยยังมีมุมมองบวกต่อกลยุทธ์ธุรกิจในระยะยาวของ BLA ที่เน้นการเติบโตในระดับที่เหมาะสม เพื่อรักษาอัตรากำไรที่ดีและประคองฐานเงินกองทุนตาม RBC ที่อยู่ระดับ 238% ในปัจจุบัน (เป้าหมายไม่ให้ต่ำกว่าระดับนี้)

## ► คงคำแนะนำถือรับปันผล ภายใต้ Fair value ปี 2555 ที่ 50.84 บาท

ฝ่ายวิจัยยังคงคำแนะนำลงทุนถือรับปันผล สำหรับหุ้น BLA โดยล่าสุดบริษัทฯ ได้ประกาศจ่ายเงินปันผลสำหรับงวด 1H55 ที่ 0.36 บาท/หุ้น คิดเป็น Div yields ที่ 0.8% สำหรับงวดครึ่งปี ราคาหุ้นปัจจุบันถือว่าได้สะท้อนปัจจัยกดดันจากการปรับกลยุทธ์ธุรกิจใหม่ไปค่อนข้างมากแล้ว โดย Fair value ปี 2555 เท่ากับ 50.84 บาท (Embedded value เท่ากับ 24.35 บาท และ VNB เท่ากับ 26.49 บาท)

Key Data (ล้านบาท)	FY52A	FY53A	FY54A	FY55F	FY56F
กำไรสุทธิ	1,186	2,765	3,417	3,793	4,832
EPS (บาท)	0.99	2.30	2.85	3.16	4.03
Norm profit	1,197	2,794	3,405	3,793	4,832
BVS (บาท)	6.03	9.10	11.19	13.47	16.35
PER (x)	45.0	19.3	15.6	14.1	11.1
PBV (x)	7.4	4.9	4.0	3.3	2.7
DPS (บาท)	0.30	0.69	0.85	0.95	1.21
Div yields (%)	0.7%	1.6%	1.9%	2.1%	2.7%
ROE (%)	23.1%	30.5%	28.1%	25.6%	27.0%

ที่มา: ฝ่ายวิจัย ASP

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

คำแนะนำการลงทุน

ถือ

ราคาปัจจุบัน : 44.50 บาท

Fair Value : 50.84 บาท

มูลค่าตลาด : 53,400 ล้านบาท

การจัดอันดับบริษัทปี 2554



เปรียบเทียบประมาณการของ ASP กับ SAA consensus

EPS (บาท)	ASP	Cons	% diff
2555F	3.16	3.23	-2%
2556F	4.03	3.89	4%

ที่มา : ประมาณการโดยฝ่ายวิจัย ASP, SAA consensus

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

อุษณีย์ ลีวรรัตน์

เลขทะเบียนนักวิเคราะห์: 017928

✉ usanee@asiaplus.co.th

ผลการดำเนินงานงวด 2Q55 และ 1H55 ของ BLA

ล้านบาท	4Q53	1Q54	2Q54	3Q54	4Q54	1Q55	2Q55	%QoQ	%YoY	1H55	1H54	%YoY
เบี้ยประกันภัยรับสุทธิ	7,982	7,861	7,959	6,761	8,485	8,803	9,973	13.3%	25.3%	18,776	15,820	18.7%
รายได้และกำไรจากการลงทุน	1,062	1,100	1,220	1,398	1,294	1,542	1,441	-6.5%	18.2%	2,983	2,319	28.6%
<b>รายได้รวม</b>	<b>9,051</b>	<b>8,965</b>	<b>9,182</b>	<b>8,163</b>	<b>9,784</b>	<b>10,347</b>	<b>11,418</b>	<b>10.4%</b>	<b>24.4%</b>	<b>21,766</b>	<b>18,147</b>	<b>19.9%</b>
ค่าใช้จ่ายในการประกันภัย	(6,999)	(7,388)	(7,166)	(6,485)	(8,886)	(8,698)	(9,747)	12.1%	36.0%	(18,445)	(14,553)	26.7%
ค่าใช้จ่ายดำเนินงาน	(352)	(315)	(337)	(318)	(370)	(344)	(386)	12.2%	14.6%	(730)	(651)	12.0%
<b>ค่าใช้จ่ายรวม</b>	<b>(7,368)</b>	<b>(7,700)</b>	<b>(7,502)</b>	<b>(6,801)</b>	<b>(9,248)</b>	<b>(9,063)</b>	<b>(10,110)</b>	<b>11.5%</b>	<b>34.8%</b>	<b>(19,173)</b>	<b>(15,203)</b>	<b>26.1%</b>
<b>กำไรก่อนภาษีเงินได้</b>	<b>1,683</b>	<b>1,265</b>	<b>1,679</b>	<b>1,362</b>	<b>536</b>	<b>1,284</b>	<b>1,308</b>	<b>1.9%</b>	<b>-22.1%</b>	<b>2,592</b>	<b>2,944</b>	<b>-12.0%</b>
หัก ภาษีเงินได้	(415)	(278)	(387)	(299)	(461)	(370)	(501)	35.2%	29.2%	(871)	(665)	30.9%
<b>กำไรสุทธิ</b>	<b>1,268</b>	<b>987</b>	<b>1,292</b>	<b>1,063</b>	<b>75</b>	<b>914</b>	<b>808</b>	<b>-11.6%</b>	<b>-37.5%</b>	<b>1,721</b>	<b>2,279</b>	<b>-24.5%</b>
EPS (บาท)	1.06	0.82	1.08	0.89	0.06	0.76	0.67	-11.6%	-37.5%	1.43	1.90	-24.5%
กำไรจากการดำเนินงาน	1,119	950	1,187	888	67	729	694	-4.7%	-41.5%	2,069	2,136	-3.1%
Gross margin	12.3%	6.0%	10.0%	4.1%	-4.7%	1.2%	2.3%			1.8%	8.0%	
ROI	5.44%	5.30%	5.64%	6.08%	5.18%	5.68%	4.92%			5.35%	5.55%	
ROE	49.98%	34.75%	42.25%	33.26%	2.28%	25.59%	20.71%			23.34%	38.68%	
สำรวจประกันชีวิต/ เบี้ยประกันภัยรับ	57.8%	60.3%	59.5%	60.1%	78.5%	65.4%	70.8%			68.3%	59.9%	

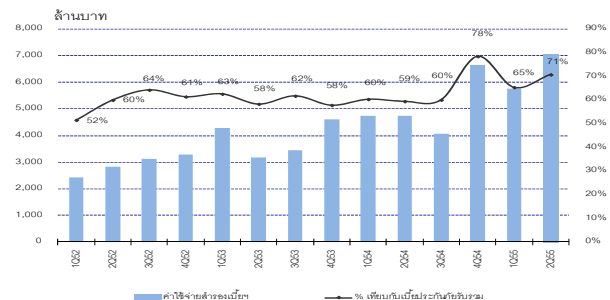
ที่มา : ฝ่ายวิจัย ASP

ผลตอบแทนพอร์ตลงทุนเฉลี่ยรายไตรมาส (ROI)



ที่มา : งบการเงิน/ ฝ่ายวิจัย ASP

ค่าใช้จ่ายสำรองเบี้ยฯ เทียบกับเบี้ยประกันรับรวมรายไตรมาส



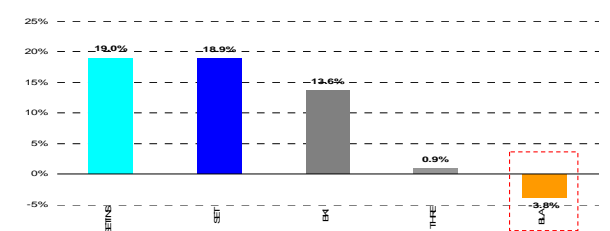
ที่มา : งบการเงิน/ ฝ่ายวิจัย ASP

เป้าหมายการเติบโตของเบี้ยประกันภัยรับปี 2555 ของ BLA

ประเภทเบี้ยประกันชีวิต	2555F		1H55		% ของเป้าหมาย
	ล้านบาท	% เติบโต	ล้านบาท	% เติบโต	
เบี้ยปีแรก (First year premium)	9,322	12.0%	4,473	-10.4%	48.0%
ช่องทางธนาคาร (Bancassurance)	7,518	15.1%	3,691	-11.9%	49.1%
ตัวแทน (Agent)	1,620	1.9%	628	-6.0%	38.8%
เบี้ยปีต่อ (Renewal year premium)	25,348	21.2%	14,611	31.6%	57.6%
<b>เบี้ยประกันภัยรับรวม</b>	<b>34,670</b>	<b>18.6%</b>	<b>18,757</b>	<b>18.6%</b>	<b>54.1%</b>

ที่มา : BLA

ผลตอบแทนของราคาหุ้นตั้งแต่วันที่ 2555 ถึงปัจจุบัน



ที่มา : รวบรวมโดยฝ่ายวิจัย ASP

Historical PBV ของ BLA



ที่มา : Bloomberg

Technical Chart ของ BLA



ที่มา : ฝ่ายวิจัย ASP

## ประมาณการผลการดำเนินงานปี 2555-56 ของ BLA

งบกำไรขาดทุน (ล้านบาท)					งบดุล (ล้านบาท)				
สิ้นสุด 31 ธ.ค.	2553	2554	2555F	2556F	สิ้นสุด 31 ธ.ค.	2553	2554	2555F	2556F
เบี่ยประกันภัยรับสุทธิ	25,873	31,067	34,749	38,282	เงินลงทุนในหลักทรัพย์	103,082	132,696	164,283	200,031
รายได้จากการลงทุนสุทธิ	3,465	4,698	5,870	7,400	เงินให้กู้ยืม-สุทธิ	2,113	2,324	2,557	2,813
กำไรจากการลงทุนในหลักทรัพย์	451	313	313	313	เงินสดและเงินฝากสถาบันการเงิน	2,737	1,376	1,500	1,630
รายได้อื่น	22	16	16	16	ที่ดิน อาคารและอุปกรณ์-สุทธิ	306	337	371	408
<b>รายได้รวม</b>	<b>29,811</b>	<b>36,094</b>	<b>40,949</b>	<b>46,011</b>	สินทรัพย์อื่น	4,221	4,053	4,225	4,405
ค่าใช้จ่ายในการประกันภัย	(24,993)	(29,925)	(34,076)	(37,536)	<b>สินทรัพย์รวม</b>	<b>112,460</b>	<b>140,787</b>	<b>172,935</b>	<b>209,287</b>
ค่าใช้จ่ายดำเนินงาน	(1,229)	(1,250)	(1,948)	(2,436)	เงินสำรองประกันชีวิต	88,386	111,263	136,460	164,216
ขาดทุน (กำไร) จาก Fx	(29)	13	-	-	หนี้สินอื่น	10,642	13,362	16,855	21,347
<b>ค่าใช้จ่ายรวม</b>	<b>(26,252)</b>	<b>(31,162)</b>	<b>(36,023)</b>	<b>(39,972)</b>	<b>หนี้สินรวม</b>	<b>99,028</b>	<b>124,626</b>	<b>153,315</b>	<b>185,562</b>
<b>กำไรก่อนภาษีเงินได้</b>	<b>3,559</b>	<b>4,932</b>	<b>4,926</b>	<b>6,040</b>	ทุนเรียกชำระแล้ว	1,200	1,200	1,200	1,200
หัก ภาษีเงินได้	(794)	(1,425)	(1,133)	(1,208)	ส่วนเกินมูลค่าหุ้น	2,700	2,700	2,700	2,700
<b>กำไรสุทธิ</b>	<b>2,765</b>	<b>3,417</b>	<b>3,793</b>	<b>4,832</b>	ส่วนเกินทุนจากมูลค่าเงินลงทุน	2,478	2,552	2,629	2,707
EPS (บาท)	2.30	2.85	3.16	4.03	กำไรสะสม	7,054	9,709	13,091	17,117
<b>กำไรจากการดำเนินงาน</b>	<b>2,794</b>	<b>3,405</b>	<b>3,793</b>	<b>4,832</b>	<b>ส่วนของผู้ถือหุ้น</b>	<b>13,431</b>	<b>16,161</b>	<b>19,620</b>	<b>23,724</b>
<b>Norm EPS (บาท)</b>	<b>2.33</b>	<b>2.84</b>	<b>3.16</b>	<b>4.03</b>	<b>หนี้สินและส่วนของผู้ถือหุ้น</b>	<b>112,460</b>	<b>140,786</b>	<b>172,935</b>	<b>209,287</b>
งบกำไรขาดทุนรวมไตรมาส (ล้านบาท)					งบดุลรวมไตรมาส (ล้านบาท)				
สิ้นสุด 31 ธ.ค.	3Q54	4Q54	1Q55	2Q55	สิ้นสุด 31 ธ.ค.	3Q54	4Q54	1Q55	2Q55
เบี่ยประกันภัยรับสุทธิ	6,761	8,485	8,803	9,973	เงินลงทุนในหลักทรัพย์	96,662	103,082	114,112	120,106
รายได้จากการลงทุนสุทธิ	1,224	1,295	1,335	1,350	เงินให้กู้ยืม-สุทธิ	1,916	2,113	2,152	2,403
กำไรจากการลงทุนในหลักทรัพย์	173	-1	206	91	เงินสดและเงินฝากสถาบันการเงิน	2,568	2,737	563	1,521
รายได้อื่น	4	5	3	4	ที่ดิน อาคารและอุปกรณ์-สุทธิ	315	306	328	325
<b>รายได้รวม</b>	<b>8,163</b>	<b>9,784</b>	<b>10,347</b>	<b>11,418</b>	สินทรัพย์อื่น	3,511	4,221	4,727	4,886
ค่าใช้จ่ายในการประกันภัย	(6,485)	(8,886)	(8,698)	(9,747)	<b>สินทรัพย์รวม</b>	<b>104,971</b>	<b>112,460</b>	<b>121,883</b>	<b>129,240</b>
ค่าใช้จ่ายดำเนินงาน	(318)	(370)	(344)	(386)	เงินสำรองประกันชีวิต	81,729	88,386	94,142	101,202
ขาดทุน (กำไร) จาก Fx	2	8	(21)	22	หนี้สินอื่น	10,331	10,642	12,611	11,965
<b>ค่าใช้จ่ายรวม</b>	<b>(6,801)</b>	<b>(9,248)</b>	<b>(9,063)</b>	<b>(10,110)</b>	<b>หนี้สินรวม</b>	<b>92,059</b>	<b>99,028</b>	<b>106,753</b>	<b>113,167</b>
<b>กำไรก่อนภาษีเงินได้</b>	<b>1,362</b>	<b>536</b>	<b>1,284</b>	<b>1,308</b>	ทุนเรียกชำระแล้ว	1,200	1,200	1,200	1,200
หัก ภาษีเงินได้	(299)	(461)	(370)	(501)	ส่วนเกินมูลค่าหุ้น	2,700	2,700	2,700	2,700
<b>กำไรสุทธิ</b>	<b>1,063</b>	<b>75</b>	<b>914</b>	<b>808</b>	ส่วนเกินทุนจากการเปลี่ยนแปลงมูลค่าเงินลงทุน	2,034	2,478	3,263	3,804
EPS (บาท)	0.89	0.06	0.76	0.67	กำไรสะสม	6,457	6,532	7,445	7,848
<b>กำไรจากการดำเนินงาน</b>	<b>1,061</b>	<b>67</b>	<b>935</b>	<b>785</b>	<b>ส่วนของผู้ถือหุ้น</b>	<b>12,912</b>	<b>13,431</b>	<b>15,130</b>	<b>16,073</b>
<b>Norm EPS (บาท)</b>	<b>0.74</b>	<b>0.06</b>	<b>0.61</b>	<b>0.58</b>	<b>หนี้สินและส่วนของผู้ถือหุ้น</b>	<b>104,972</b>	<b>112,460</b>	<b>121,883</b>	<b>129,240</b>
อัตราส่วนทางการเงิน					สมมติฐานในการประมาณการ				
สิ้นสุด 31 ธ.ค.	2553	2554	2555F	2556F	สิ้นสุด 31 ธ.ค.	2553	2554	2555F	2556F
Gross margin	21.11%	17.67%	16.89%	16.90%	อัตราการเติบโตของเบี่ยประกันภัยรับรวม	31.8%	20.1%	11.9%	10.2%
Net margin	9.27%	9.47%	9.26%	10.50%	อัตราการเติบโตของค่าใช้จ่ายในการรับประกันภัย	25.3%	19.7%	13.9%	10.2%
ROI	5.40%	5.39%	5.25%	5.19%	อัตราการเติบโตของเงินลงทุน	33.3%	24.4%	28.7%	23.8%
ROE	30.47%	28.07%	25.64%	27.01%	อัตราความยั่งยืนของกรรมธรรม์ (Persistence rate)	90.0%	79.0%	90.0%	90.0%
ค่าใช้จ่ายในการรับประกันภัย/เบี่ยรับรวม	11.70%	8.98%	9.25%	9.26%	สินทรัพย์รวม/เงินสำรองประกันชีวิต	128.2%	127.2%	126.5%	126.7%
เงินจ่ายตามกรรมธรรม์/เบี่ยประกันภัยรับรวม	18.84%	22.00%	22.00%	22.00%	เงินลงทุนในสินทรัพย์/เงินสำรองประกันชีวิต	124.1%	122.1%	122.6%	123.4%
หนี้สิน/ทุน (เท่า)	7.13	7.37	7.71	7.81	เงินกองทุน/เงินสำรองประกันชีวิต	15.77%	15.20%	14.52%	14.38%

ที่มา : งบการเงิน/ ฝ่ายวิจัย ASP