

## กำไร 2Q55 ยังอ่อนแอตามคาด พอร์ตลงทุนยังเป็นตัวช่วยพยุงที่ดี

วันพุธที่ 15 สิงหาคม 2555

➤ ผลกระทบน้ำท่วมยังคงกดดันกำไร 2Q55 ต่อเนื่องตามคาด โชคดีมีกำไรเงินลงทุนช่วย BKJ ประกาศกำไรสุทธิ 2Q55 เท่ากับ 186 ล้านบาท แม้จะเติบโตเกินเท่าตัวหรือราว 114.2% qoq แต่ก็ยังเป็นผลกำไรที่ระดับต่ำมากเมื่อเทียบกับค่าเฉลี่ยปกติช่วง 9M54 (ก่อนน้ำท่วม) ที่ราว 500 ล้านบาท ซึ่งยังมาจากผลกระทบเรื่องน้ำท่วมที่เกิดขึ้นกับอุตสาหกรรมประกันภัยรวมถึง BKJ คือ ค่าสินไหมทดแทนจากการรับประกันภัยที่ต่อเนื่องมายังงวดนี้ถึง 2.19 พันล้านบาท เพิ่มขึ้น 21.4% qoq ส่วนใหญ่เป็นการค่าสินไหมจากการรับประกันอัคคีภัย (รวมการทำประกันภัยที่อยู่อาศัยประเภท IAR ซึ่งครอบคลุมภัยทางธรรมชาติต่างๆ) มูลค่า 1.23 พันล้านบาท (จาก 616 พันล้านบาทใน 1Q55 โดยค่าเฉลี่ยใน 9M54 อยู่ที่ระดับเพียง 107 ล้านบาท) โดย Combined ratio (ค่าใช้จ่ายในการรับประกันภัยรวมเทียบกับเบี้ยประกันภัยรับสุทธิรวม) ใน 2Q55 เพิ่มขึ้นมาที่ 141% จาก 139.9% ใน 1Q55 (ระดับสูงสุดที่เกิดขึ้นใน 4Q54 คือ 207.3%) เทียบกับค่าเฉลี่ยปกติในช่วงก่อนน้ำท่วมที่เพียง 85-90% ขณะที่รายได้เบี้ยประกันภัยรับสุทธิยังคงค่อนข้างทรงตัว QoQ ซึ่งไม่สามารถชดเชยได้และทำให้ BKJ ต้องบันทึกผลขาดทุนจากการรับประกันภัยในงวดนี้ต่อเนื่องอีก 863 ล้านบาท เพิ่มขึ้นจาก 1Q55 ที่ขาดทุน 515 ล้านบาท (ระดับสูงสุดใน 4Q54 คือ 1.88 พันล้านบาท) แต่โชคดีที่ยังมีปัจจัยบวก ได้แก่ กำไรจากการขายเงินลงทุนในหลักทรัพย์ (ตราสารทุน) ที่สูงถึง 767 ล้านบาท ผนวกกับในงวดนี้ ไม่มีการบันทึกค่าใช้จ่ายภาษี ต่อเนื่องอีก จึงช่วยพยุงผลการดำเนินงานไว้ได้ โดยรวมแล้ว BKJ มีกำไรสุทธิในงวด 1H55 เท่ากับ 272 ล้านบาท ลดลงถึง 71.4% yoy และคิดเป็น 29% ของประมาณการกำไรสุทธิทั้งปี 2555 ที่คาด

➤ ยังคงประมาณการ แนวโน้มการบันทึกค่าสินไหมทดแทนน่าจะเริ่มจำกัดใน 2H55 ฝ่ายวิจัยยังคงประมาณการผลการดำเนินงานปี 2555-56 โดยเริ่มมีมุมมองบวกมากขึ้นต่อแนวโน้มการฟื้นตัวของเบี้ยประกันภัยรับในช่วง 2H55 ของ BKJ ภายหลังจากผ่านพ้นวิกฤติน้ำท่วมใหญ่ แม้ความตื่นตัวของผู้บริโภคในการทำประกันภัยธรรมชาติจะไม่ได้เป็นไปในเชิงรุก เช่นที่คาดไว้แต่แรก เนื่องจากเบี้ยประกันภัยที่มีการปรับเพิ่มขึ้นมาก อีกทั้งยังให้ความคุ้มครองเพียงทรัพย์สินบางส่วน (หรือเป็นส่วนใหญ่แต่ต้องจ่ายเบี้ยให้คุ้มกับความเสี่ยง) บวกกับความหวาดกลัวต่อภัยน้ำท่วมในปี 2555 ที่หายไปมาก แต่ฝ่ายวิจัยยังเชื่อมั่นต่อแนวโน้มการเติบโตของเบี้ยประกันภัยรับในปี 2555 ที่ฝ่ายวิจัยประเมินไว้ว่าจะเติบโตราว 10% yoy สำหรับแนวโน้มการบันทึกค่าใช้จ่ายสินไหมทดแทนในช่วง 2H55 คาดว่าจะเริ่มจำกัดเมื่อเทียบกับช่วงที่ผ่านมา นอกจากนี้ ฝ่ายวิจัยเชื่อว่าตัวช่วยจาก Unrealized gains ในพอร์ตตราสารทุนที่มีอยู่กว่า 200 บาท/หุ้น จะเข้ามามีบทบาทมากขึ้นในการช่วยพยุงกำไรสุทธิตลอดปี 2555 ภายใต้อสถานการณ์ของธุรกิจรับประกันภัยที่ยังผันผวนสูง

➤ ให้ถือรับปันผลงวด 2Q55 ที่ 2.75 บาท/หุ้น...ยืนยันทั้งปี'55 จ่ายได้ 12 บาทเท่าเดิม ฝ่ายวิจัยยังคงคำแนะนำลงทุนให้ถือเพื่อรับเงินปันผล เนื่องจากราคาหุ้นเหลือ upside จำกัดเพียง 5% จากมูลค่าพื้นฐานปี 2555 ที่ 263 บาท/หุ้น (เทียบเท่า BVS ปี 2555 โดยที่ฝ่ายวิจัยได้ตัดมูลค่า VNB ออกไป เพราะความผันผวนสูงของธุรกิจในช่วง 2 ปีนี้) นอกจากนี้ ด้วยจุดแข็งของการมีฐานะการเงินและเงินกองทุนที่แข็งแกร่ง (RBC หลังปรับปรุงผลกระทบ 2Q55 ยังสูงเกิน 300%) ทำให้บริษัทฯ ยังรักษาวินัยในการจ่ายเงินปันผลให้กับผู้ถือหุ้นได้อย่างสม่ำเสมอที่ 12 บาท/หุ้น (จ่ายทุกไตรมาส) แม้แนวโน้มกำไรสุทธิปี 2555 จะมีความผันผวนสูงก็ตาม โดยล่าสุดได้ประกาศจ่ายเงินปันผลสำหรับงวด 2Q55 ที่ 2.75 บาท/หุ้น (เท่ากับงวด 1Q55) คิดเป็น Div yields ราว 1.1% สำหรับงวด 3 เดือน กำหนดขึ้นเครื่องหมาย XD วันที่ 22 ส.ค.55 และจ่ายปันผลวันที่ 7 ก.ย.55

### Key Data (ล้านบาท)

FY: ปีที่ 31 ธ.ค.	FY52A	FY53A	FY54F	FY55F	FY56F
กำไรสุทธิ	939	1,232	52	938	1,372
EPS (บาท)	18.53	16.20	0.68	12.33	18.04
BVS (บาท)	1,197	1,021	(596)	931	1,364
PER (x)	268.07	234.59	240.32	263.31	272.33
PBV (x)	13.5	15.4	365.7	20.3	13.9
DPS (บาท)	0.9	1.1	1.0	0.9	0.9
Div yields (%)	12.00	12.00	12.00	12.00	12.00
ROE (%)	4.8%	4.8%	4.8%	4.8%	4.8%

ที่มา: ฝ่ายวิจัย ASP

คำแนะนำการลงทุน

ถือ

ราคาปัจจุบัน : 250 บาท

Fair Value : 263 บาท

มูลค่าตลาด : 19,013 ล้านบาท

การจัดอันดับบรรษัทภิบาลปี 2554



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

อุษณีย์ ลีวัรัตน์

เลขทะเบียนนักวิเคราะห์: 017928

 usanee@asiaplus.co.th

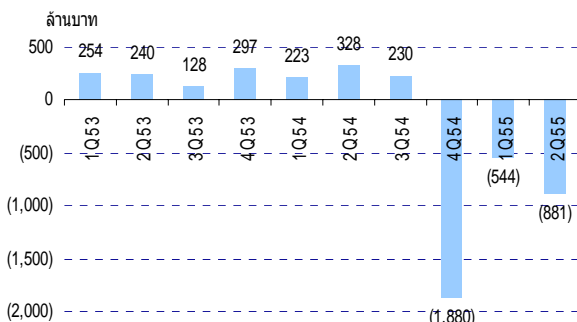
ข้อมูลในเอกสารฉบับนี้ รวบรวมมาจากแหล่งข้อมูลที่น่าเชื่อถือ อย่างไรก็ดี บมจ. หลักทรัพย์ เอเชีย พลัส ไม่สามารถที่จะยืนยันหรือรับรองความถูกต้องของข้อมูลเหล่านี้ได้ ไม่ว่าประการใด ๆ บทวิเคราะห์ในเอกสารนี้ จัดทำขึ้นโดยอ้างอิงหลักเกณฑ์ทางวิชาการเกี่ยวกับหลักการวิเคราะห์ และมีได้เป็นการชี้แนะ หรือเสนอแนะให้ซื้อหรือขายหลักทรัพย์ใด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

## ผลการดำเนินงาน 2Q55 และ 1H55 ของ BKI

ล้านบาท	4Q53	1Q54	2Q54	3Q54	4Q54	1Q55	2Q55	%QoQ	%YoY	1H55	1H54	%YoY
รายได้จากธุรกิจประกันภัย	1,692	1,959	1,965	2,038	2,042	2,177	2,184	0.3%	11.1%	4,362	3,925	11.1%
รายได้อื่น	32	29	30	33	34	47	33	-30.1%	8.3%	79	59	35.4%
ค่าสินไหมทดแทนฯ	(985)	(926)	(847)	(983)	(3,071)	(1,802)	(2,188)	21.4%	158.2%	(3,990)	(1,773)	125.1%
ค่าใช้จ่ายในการดำเนินงานอื่นๆ	(410)	(824)	(802)	(838)	(864)	(937)	(892)	-4.8%	11.2%	(1,829)	(1,626)	12.5%
กำไรจากธุรกิจประกันภัย	329	238	347	251	(1,859)	(515)	(863)	n.m.	n.m.	(1,377)	585	n.m.
กำไรจากเงินลงทุน	101	263	372	431	394	601	1,049	74.6%	182.2%	1,649	635	159.7%
กำไรก่อนภาษีเงินได้	429	501	718	682	(1,465)	86	186	116.2%	-74.1%	272	1,220	-77.7%
หัก: ภาษีเงินได้	(139)	(138)	(132)	(130)	8	-	(2)	n.m.	n.m.	(2)	(269)	n.m.
กำไรสุทธิ	296	364	587	553	(1,452)	87	186	114.2%	-68.4%	272	951	-71.4%
EPS (บาท)	3.89	4.78	7.72	7.27	(19.09)	1.14	2.44	114.2%	-68.4%	3.58	12.50	-71.4%
กำไรจากการดำเนินงาน	266	245	518	396	(1,755)	(344)	(583)	69.3%	-212.5%	(927)	764	n.m.
Norm EPS (บาท)	3.49	3.23	6.81	5.20	(23.08)	(4.52)	(7.66)	69.3%	-212.5%	(12.19)	10.04	n.m.
อัตรากำไรจากการรับประกันภัย	17.6%	10.7%	16.1%	10.7%	-92.7%	-25.8%	-41.0%			-33.4%	13.4%	
Combined Ratio	82.4%	89.3%	83.9%	89.3%	192.7%	125.8%	141.0%			133.4%	86.6%	
อัตราผลตอบแทนเงินลงทุน (ROI)	2.1%	5.2%	7.1%	8.3%	7.5%	10.8%	18.2%			14.9%	6.8%	
Net Margin	17.2%	18.3%	29.4%	26.7%	-69.9%	3.9%	8.4%			6.1%	23.9%	

ที่มา : งบการเงิน/ ฝ่ายวิจัย ASP

## ผลการดำเนินงานเฉพาะของธุรกิจรับประกันภัยรายไตรมาส



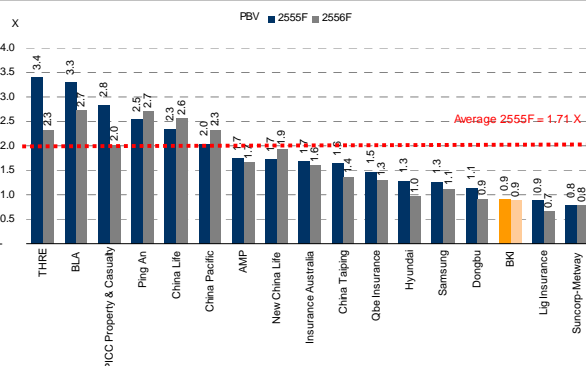
ที่มา : งบการเงิน/ ฝ่ายวิจัย ASP

## Historical PBV Band ของ BKI



ที่มา : ฝ่ายวิจัย ASP

## เปรียบเทียบ PBV ของ BKI กับหุ้นประกันภัยในภูมิภาค



ที่มา : Bloomberg

## Technical Chart ของ BKI



ที่มา : ฝ่ายวิจัย ASP

## ประมาณการผลการดำเนินงานปี 2555-56 ของ BKI

งบกำไรขาดทุน (ล้านบาท)					งบดุล (ล้านบาท)				
สิ้นสุด 31 ธ.ค.	2553	2554	2555F	2556F	สิ้นสุด 31 ธ.ค.	2553	2554	2555F	2556F
รายได้จากการรับประกันภัย	6,485	7,345	8,050	9,126	เงินลงทุนในหลักทรัพย์	19,136	21,526	27,046	32,495
ค่าใช้จ่ายในการรับประกันภัย	(6,455)	(9,104)	(9,408)	(9,733)	เงินให้กู้ยืม-สุทธิ	2,784	2,579	2,966	3,410
กำไรจากการรับประกันภัย	706	(1,099)	(577)	279	เงินสดและเงินฝากสถาบันการเงิน	503	1,136	1,339	1,335
กำไรจากการลงทุน	868	1,460	1,700	1,340	ที่ดิน อาคารและอุปกรณ์-สุทธิ	1,059	1,086	1,115	1,227
ส่วนแบ่งกำไรจากเงินลงทุนในบริษัทร่วม	7	6	7	8	สินทรัพย์อื่น	7,917	25,599	26,944	28,366
รายได้อื่น	129	126	142	145	<b>สินทรัพย์รวม</b>	<b>31,399</b>	<b>51,925</b>	<b>59,410</b>	<b>66,833</b>
กำไรจากการดำเนินงาน	1,709	493	1,272	1,771	เงินสำรองเบี่ยงประกันภัยรับรวม	5,359	5,051	5,960	7,033
ค่าใช้จ่ายอื่น	n.a.	(48)	(51)	(54)	หนี้สินอื่น	8,199	28,598	33,424	39,089
ค่าใช้จ่ายดอกเบี้ย	n.a.	(3)	(3)	(3)	หนี้สินรวม	13,558	33,649	39,384	46,122
กำไรก่อนภาษีเงินได้	1,709	443	1,218	1,715	ทุนเรียกชำระแล้ว	761	761	761	761
หัก ภาษีเงินได้	(434)	(391)	(146)	(414)	ส่วนเกินมูลค่าหุ้น	1,443	1,443	1,443	1,443
<b>กำไรสุทธิ</b>	<b>1,232</b>	<b>52</b>	<b>938</b>	<b>1,372</b>	ส่วนเกินทุนจากเงินลงทุน	10,760	12,229	13,697	13,971
<b>EPS (บาท)</b>	<b>16.20</b>	<b>0.68</b>	<b>12.33</b>	<b>18.04</b>	กำไรสะสม	4,877	3,844	4,126	4,537
กำไรจากการดำเนินงาน	1,021	(596)	931	1,364	<b>ส่วนของผู้ถือหุ้น</b>	<b>17,841</b>	<b>18,276</b>	<b>20,025</b>	<b>20,711</b>
Norm EPS (บาท)	13.42	(7.84)	12.24	17.93	<b>หนี้สินและส่วนของผู้ถือหุ้น</b>	<b>31,399</b>	<b>51,925</b>	<b>59,410</b>	<b>66,833</b>

งบกำไรขาดทุนรายไตรมาส (ล้านบาท)					งบดุลรายไตรมาส (ล้านบาท)				
สิ้นสุด 31 ธ.ค.	3Q54	4Q54	1Q55	2Q55	สิ้นสุด 31 ธ.ค.	3Q54	4Q54	1Q55	2Q55
รายได้จากการรับประกันภัย	2,038	2,042	2,177	2,184	เงินลงทุนในหลักทรัพย์	20,592	21,526	22,828	23,349
ค่าใช้จ่ายในการรับประกันภัย	(1,809)	(3,921)	(2,721)	(3,065)	เงินให้กู้ยืม-สุทธิ	2,770	2,579	2,537	1,975
กำไรจากการรับประกันภัย	230	(1,880)	(544)	(881)	เงินสดและเงินฝากสถาบันการเงิน	842	1,136	524	1,716
กำไรจากการลงทุน	431	394	601	1,049	ที่ดิน อาคารและอุปกรณ์-สุทธิ	1,090	1,086	1,078	1,108
ส่วนแบ่งกำไรจากเงินลงทุนในบริษัทร่วม	0	5	1	1	สินทรัพย์อื่น	6,507	25,599	28,760	28,382
รายได้อื่น	33	34	47	33	<b>สินทรัพย์รวม</b>	<b>31,800</b>	<b>51,925</b>	<b>55,727</b>	<b>56,529</b>
กำไรจากการดำเนินงาน	695	(1,446)	104	201	เงินสำรองเบี่ยงประกันภัยรับรวม	5,249	5,051	5,469	5,442
ค่าใช้จ่ายอื่น	(12)	(13)	(17)	(14)	หนี้สินอื่น	7,836	28,598	29,974	29,959
ค่าใช้จ่ายดอกเบี้ย	(1)	(1)	(1)	(1)	หนี้สินรวม	13,084	33,649	35,443	35,400
กำไรก่อนภาษีเงินได้	682	(1,460)	87	187	ทุนเรียกชำระแล้ว	761	761	761	761
หัก ภาษีเงินได้	(130)	8	-	(2)	ส่วนเกินมูลค่าหุ้น	1,443	1,443	1,443	1,443
<b>กำไรสุทธิ</b>	<b>553</b>	<b>(1,452)</b>	<b>87</b>	<b>186</b>	ส่วนเกินทุนจากเงินลงทุน	11,008	12,229	14,150	15,304
<b>EPS (บาท)</b>	<b>7.27</b>	<b>(19.09)</b>	<b>1.14</b>	<b>2.44</b>	กำไรสะสม	5,505	3,844	3,931	3,622
กำไรจากการดำเนินงาน	396	(1,755)	(344)	(583)	<b>ส่วนของผู้ถือหุ้น</b>	<b>18,716</b>	<b>18,276</b>	<b>20,283</b>	<b>21,129</b>
Norm EPS (บาท)	5.20	(23.08)	(4.52)	(7.66)	<b>หนี้สินและส่วนของผู้ถือหุ้น</b>	<b>31,800</b>	<b>51,925</b>	<b>55,727</b>	<b>56,529</b>

อัตราส่วนทางการเงิน					สมมติฐานในการประมาณการ				
สิ้นสุด 31 ธ.ค.	2553	2554	2555F	2556F	สิ้นสุด 31 ธ.ค.	2553	2554	2555F	2556F
Gross margin	6.7%	-9.9%	-4.5%	1.9%	อัตราการเติบโตของเบี้ยประกันภัยต่อรับรวม	20.0%	5.2%	15.1%	15.4%
Net margin	11.7%	0.5%	7.3%	9.3%	Loss ratio	49.3%	79.3%	68.2%	58.4%
ROI	5.3%	7.2%	7.0%	4.5%	Combined ratio	80.7%	181.5%	107.5%	97.3%
ROE	7.8%	0.3%	4.9%	6.7%	Retention Rate (%)	65.0%	68.9%	66.0%	64.8%
หนี้สิน/ทุน (เท่า)	0.76	1.84	1.97	2.23	Policy Reserve to Equity	30.0%	27.6%	29.8%	34.0%
เงินกองทุน/ เงินสำรองประกันชีวิต	332.9%	361.8%	336.0%	294.5%	Policy Reserve to Assets	17.1%	9.7%	10.0%	10.5%
Dividend Payout ratio	74.1%	1755.2%	97.3%	66.5%	Policy Reserve to Investment Assets	28.0%	23.5%	22.0%	21.6%

ที่มา : งบการเงิน/ ฝ่ายวิจัย ASP