BUY

Initiation

TP: Bt 52.00

Upside : 20.9%

12 JANUARY 2022

Bangkok Life Assurance (BLA TB)

รอบการเติบโตใหม่



CHAK REUNGSINPINYA

662-779-9104

chak.reu@thanachartsec.co.th

เราเริ่มบทวิเคราะห์ BLA อีกครั้งด้วยคำแนะนำ "ซื้อ" ราคาเป้าหมายที่ 52 บาท เราเชื่อว่า BLA เป็นหนึ่งในหุ้นเพียงไม่กี่ตัวในไทยที่จะได้ประโยชน์จากอัตราผลตอบแทนพันธบัตรระยะยาวที่สูงขึ้น มูลค่าปัจจุบันอยู่ที่เพียง 1 เท่า *trailing* P/EV ต่ำกว่าค่าเฉลี่ยตั้งแต่ปี 2021 ที่ 1.2 เท่า อัตราผลตอบแทนพันธบัตรที่สูงขึ้นและกำไรที่ฟื้นตัวดีเป็นปัจจัยหนุนหลัก

ได้ประโยชน์จากอัตราผลตอบแทนพันธบัตรระยะยาวที่สูงขึ้น

เราเชื่อว่า BLA เป็นหนึ่งในหุ้นเพียงไม่กี่ตัวในไทยที่จะได้ประโยชน์จากอัตราดอกเบี้ยระยะยาวที่สูงขึ้น ด้วยอัตราผลตอบแทนพันธบัตรอายุ 10 ปีของประเทศในปัจจุบันอยู่ที่ราว 2.1% เพิ่มขึ้นเกือบ 80bps y-y อัตราผลตอบแทนจากการลงทุนของ BLA จึงน่าจะดีขึ้นในช่วง 12 เดือนข้างหน้าและหลังจากนั้น เนื่องจาก ธปท. คงอัตราดอกเบี้ยนโยบายที่ระดับต่ำ yield curve ที่สูงชันอาจทำให้ผลิตภัณฑ์ประกันชีวิตมีความน่าสนใจมากกว่าผลิตภัณฑ์การลงทุนอื่นๆ สุดท้ายนี้ yield ที่เพิ่มขึ้นเป็นผลบวกสุทธิต่อทั้งมูลค่าปัจจุบันของกรมธรรม์ใหม่ (VONB) และมูลค่าพื้นฐานของกิจการ (Embedded value : EV)

เบี้ยประกันเติบโต และมีความสามารถในการทำกำไรดีขึ้น

เราคาดว่าเบี้ยประกันชีวิตของ BLA จะฟื้นตัวในปี 2022-23F หลังจากเบี้ยประกันปีแรกลดลง 12% (FYP ไม่รวมเบี้ยประกันที่ชำระทั้งหมดในคราวเดียว) ในปี 2021F การลดลงของ FYP ของ BLA นั้นสูงกว่าที่คาดไว้ว่าจะลดลง 8% สำหรับอุตสาหกรรม เนื่องจากการปิดสาขาของธนาคารส่งผลกระทบอย่างมากต่อธุรกิจแบงค์แอสชัวรันส์ของ BLA เราคาดว่า FYP จะฟื้นตัว เติบโต 20% ในปี 2022F และ 15% ในปี 2023F อันที่จริง เมื่อเศรษฐกิจเปิดใน 4Q21 FYP รวมกันเติบโต 34% ในเดือนต.ค.-พ.ย. 2021 นอกจากนี้เรายังคาดว่าสัดส่วนผลิตภัณฑ์จะดีขึ้น เนื่องจากการปรับปรุงช่องทางตัวแทนของ BLA จึงทำให้สัดส่วนเบี้ยใหม่มาจากช่องทางตัวแทนเพิ่มขึ้นเป็น 28% ใน 9M21 จาก 26% ในปี 2020 ส่งผลให้ BLA สามารถเสนอสัญญาเพิ่มเติมและความคุ้มครองมากขึ้นซึ่งให้อัตรากำไรที่สูงกว่า

มีความเป็นไปได้ที่จะปรับเพิ่ม EV, VONB

อัตราดอกเบี้ยที่ลดลงเป็นปัจจัยลบสำคัญสำหรับมูลค่า EV และ VONB ของ BLA สมมติฐานอัตราผลตอบแทนจากการลงทุน (ROI) ถูกปรับลงจาก 4.25% ในปี 2018 เป็น 3.5% ในปี 2019 และ 3% ในปี 2020 ส่งผลให้การประมาณการมูลค่า EV ลดลงครั้งแรกในปี 2020 (39.5 บาท/หุ้น เทียบกับ 41.5 บาท ในปี 2019) เนื่องจากสมมติฐาน ROI ที่ลดลงทุกๆ 25bps อาจส่งผลกระทบต่อมูลค่าปัจจุบันของกรมธรรม์ที่มีผลบังคับใช้อยู่ (VIF) (VIF เป็นองค์ประกอบสำคัญของ EV) เกือบ 40% ด้วยอัตราผลตอบแทนพันธบัตรที่เพิ่มสูงขึ้น เราเชื่อว่าสมมติฐาน ROI จะเพิ่มขึ้น ซึ่งนำไปสู่การปรับประมาณการ EV และ VONB ขึ้นอย่างมีนัยสำคัญ

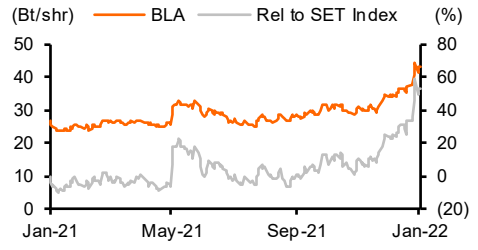
มูลค่าน่าสนใจ

อิงจากมูลค่า EV ปี 2021F ของเราที่ 41.66 บาท/หุ้น มูลค่าปัจจุบันของ BLA ซื้อขายที่ trailing P/EV เพียง 1 เท่า ซึ่งเรามองว่าเป็นระดับที่น่าสนใจ เนื่องจากเป็นระดับที่ต่ำกว่าค่าเฉลี่ย 1.2 เท่า ตั้งแต่ปี 2012 ซึ่งรวมถึงช่วงที่มีการซื้อขายที่ต่ำมากในปี 2020 และ 1H21 (ต่ำถึง 0.3 เท่า P/EV) (หุ้นซื้อขายที่ค่าเฉลี่ยที่ 1.3 เท่า P/EV ในปี 2012-19 และสูงถึง 2 เท่า ในปี 2014) เราคาดว่าการเสนอขายหุ้น IPO ของบริษัท ไทยประกันชีวิต จำกัด (มหาชน) (ยังไม่ได้จดทะเบียนในตลาดฯ) เร็วๆ นี้ อัตราผลตอบแทนพันธบัตรที่สูงขึ้น และผลการดำเนินงาน 4Q21F ที่คาดว่าจะแข็งแกร่ง จะเป็นปัจจัยหลักผลักดันในระยะสั้น

COMPANY VALUATION

Y/E Dec (Bt m)	2020A	2021F	2022F	2023F
Insurance premium	33,828	33,497	34,580	37,446
Profit from operation	1,971	4,806	5,787	6,632
Net profit	1,608	4,037	4,861	5,571
Consensus NP	—	4,125	5,835	6,642
Diff frm cons (%)	—	*(2.1)*	*(16.7)*	*(16.1)*
Norm profit	1,818	4,037	4,861	5,571
Prev. Norm profit	—	—	—	—
Chg frm prev (%)	—	—	—	—
Norm EPS (Bt)	1.1	2.4	2.8	3.3
Norm EPS grw (%)	(55.0)	122.1	20.4	14.6
Norm PE (x)	40.4	18.2	15.1	13.2
P/BV (x)	1.6	1.5	1.4	1.3
Div. yield (%)	0.5	1.4	1.8	2.3
ROE (%)	3.6	8.5	9.6	10.2
ROA (%)	0.5	1.1	1.3	1.4

PRICE PERFORMANCE



COMPANY INFORMATION

Price: (Bt) *as of* 12-Jan-22	43.00
Market Cap (US$ m)	2,199.8
Listed Shares (m shares)	1,707.6
Free Float (%)	44.6
Avg. Daily Turnover (US$ m)	3.8
12M Price H/L (Bt)	44.25/23.50
Sector	INSUR
Major Shareholder	Sophonpanich Family 16.78%

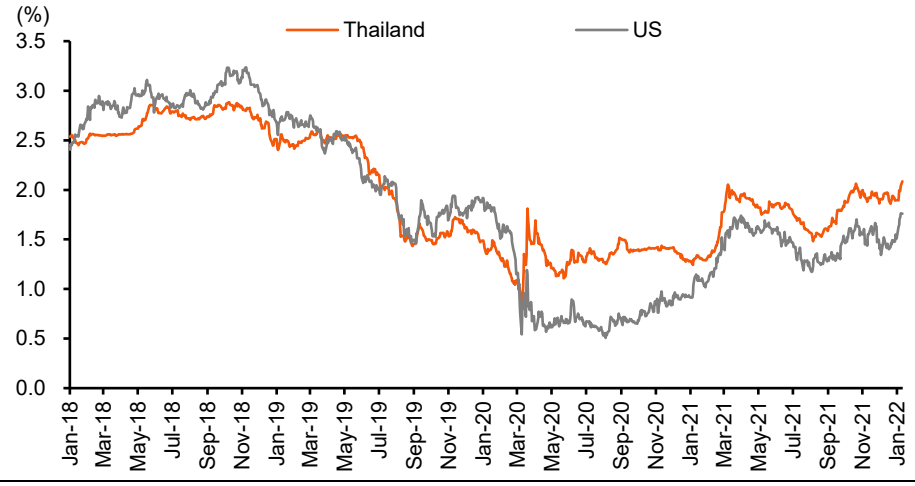
Sources: Bloomberg, Company data, Thanachart estimates

กรุณาอ่านรายงานฉบับสมบูรณ์ในรายงานฉบับภาษาอังกฤษ

รายงานฉบับนี้จัดทำโดยบริษัทหลักทรัพย์ธนชาต จำกัด (มหาชน) โดยจัดทำขึ้นบนพื้นฐานของแหล่งข้อมูลที่ดีที่สุดที่ได้รับมาและพิจารณาแล้วว่าน่าเชื่อถือ ทั้งนี้มีวัตถุประสงค์ เพื่อให้บริการเผยแพร่ข้อมูลแก่นักลงทุนและใช้เป็นข้อมูลประกอบการตัดสินใจซื้อขายหลักทรัพย์ แต่มิได้มีเจตนาชี้นำหรือเชิญชวนให้ซื้อหรือขายหรือประกันราคาหลักทรัพย์แต่อย่างใด ทั้งนี้รายงานและความเห็นในเอกสารฉบับนี้อาจมีการเปลี่ยนแปลงแก้ไขได้ หากข้อมูลที่ได้รับมาเปลี่ยนแปลงไป การนำข้อมูลที่ปรากฏอยู่ในเอกสารฉบับนี้ ไม่ว่าทั้งหมดหรือบางส่วนไปทำซ้ำ ดัดแปลง แก้ไข หรือนำออกเผยแพร่แก่สาธารณชน จะต้องได้รับความยินยอมจากบริษัทก่อน

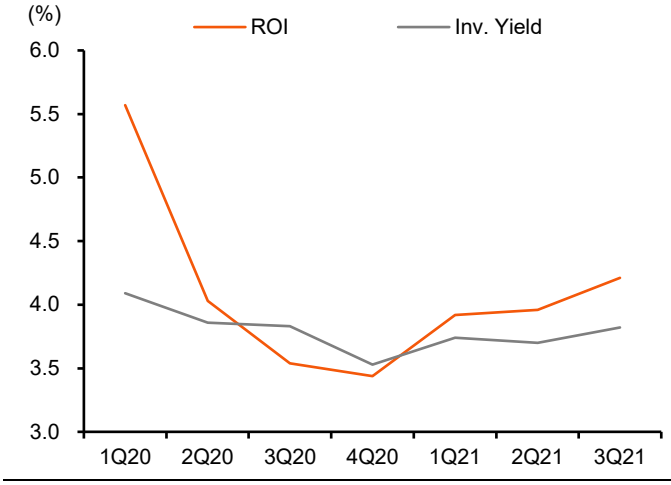
Thanachart Securities

Ex 1: 10Y Government Bond Yields In Thailand And the US



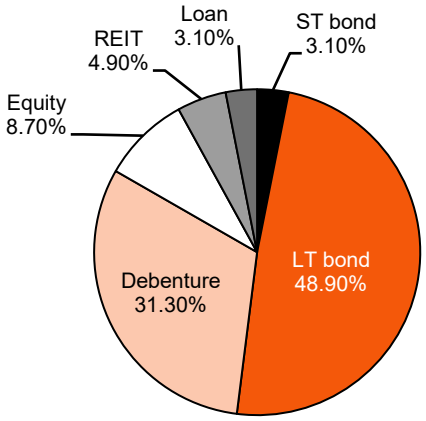
Sources: Company data, Thanachart estimates

Ex 2: Return On Investment



Sources: Company data; Thanachart

Ex 3: Investment Portfolio Composition



Sources: Company data; Thanachart

Ex 4: Our Key Assumptions For BLA

	2021F	2022F	2023F	2024F
Premium growth				
FYP	(11.85)	20.37	15.31	5.00
RP	(2.17)	(0.09)	6.70	8.23
Total	(3.42)	3.23	8.29	7.53
Investment returns	4.31	4.41	4.46	4.51
Loss ratio (%)	114.00	114.00	113.00	113.00
Combined ratio (%)	123.90	123.90	122.90	122.90

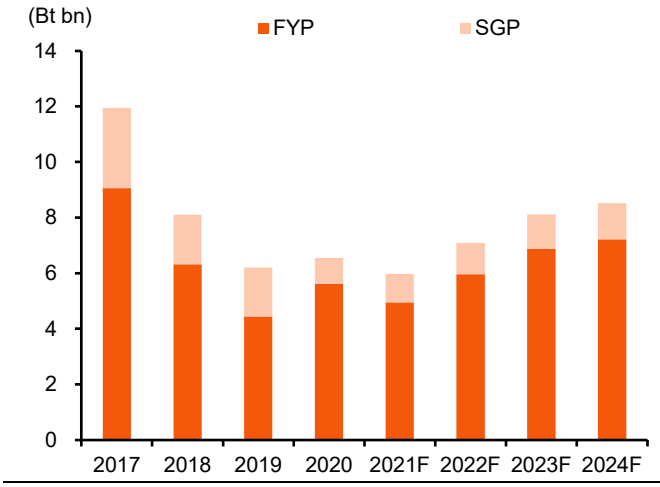
Sources: Company data, Thanachart estimates

Ex 5: TNS Vs. Consensus Earnings Estimates And TPs

(Bt/shr)	EPS				TP
	2021F	2022F	2023F	2024F	
TNS	2.37	2.85	3.27	3.57	52.00
Consensus	2.44	3.21	3.87	–	46.67
TNS vs consensus (%)	*(3.0)*	*(11.2)*	*(15.6)*	–	*11.4*

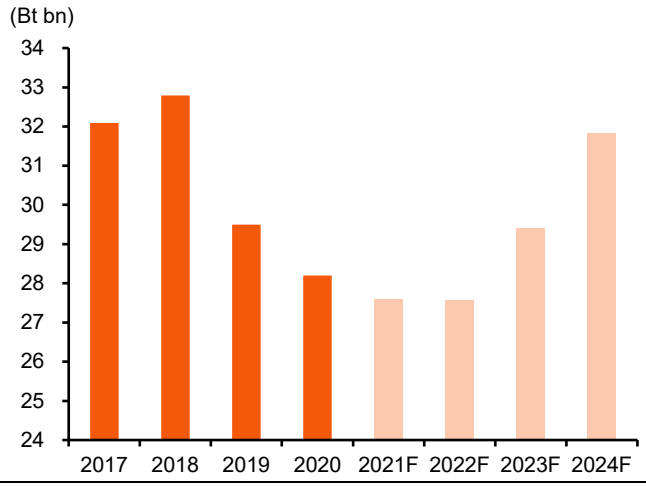
Sources: Company data, Thanachart estimates

Ex 6: FYP And Single Premiums (SGP)



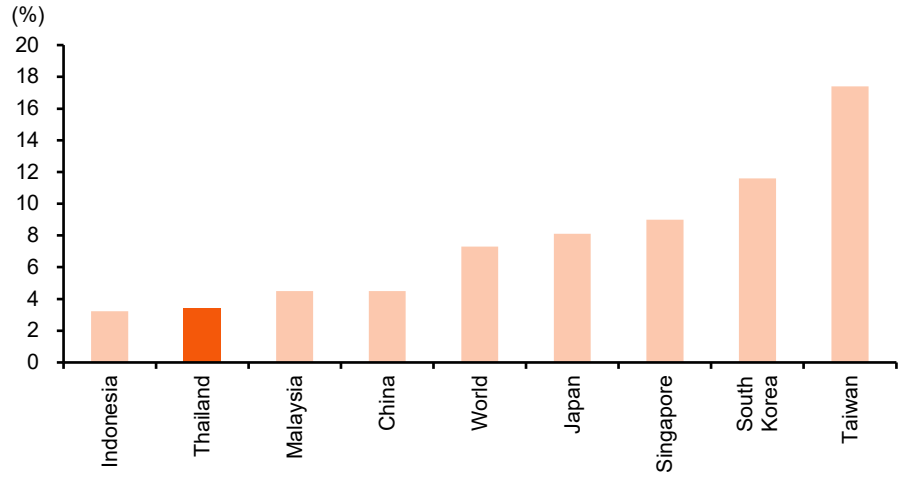
Sources: Company data; Thanachart estimates

Ex 7: Renewal Premiums (RP)



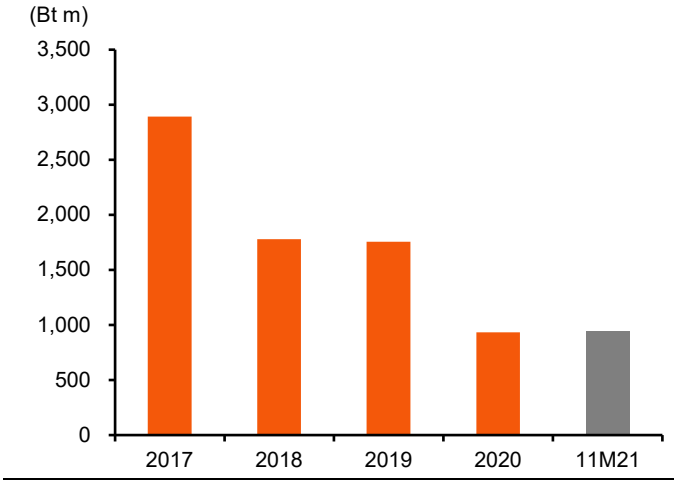
Sources: Company data; Thanachart estimates

Ex 8: Thailand Has One Of The Lowest Life Insurance Penetration Rates In The Region



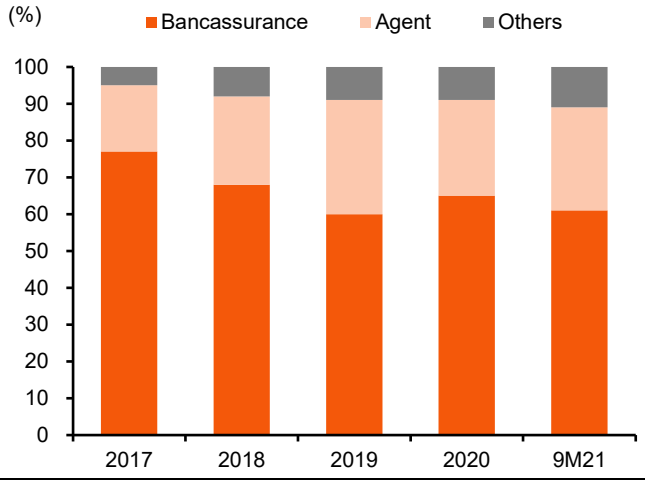
Sources: Company data, Thanachart

Ex 9: Single-premium Insurance Sales Have Dwindled



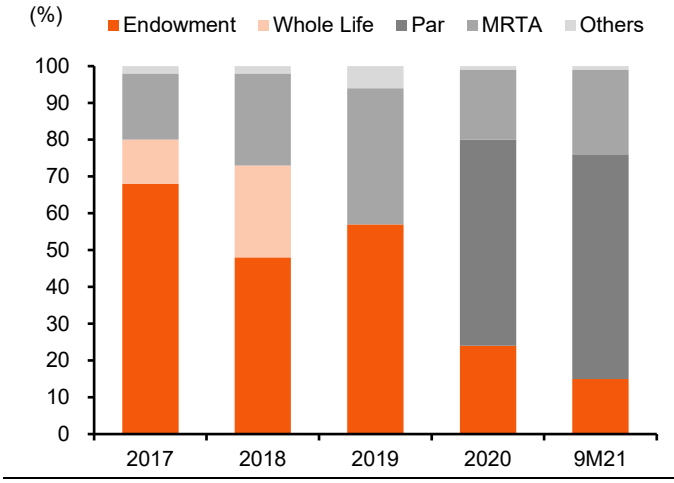
Sources: Company data; Thanachart

Ex 10: New Business Premiums By Channel



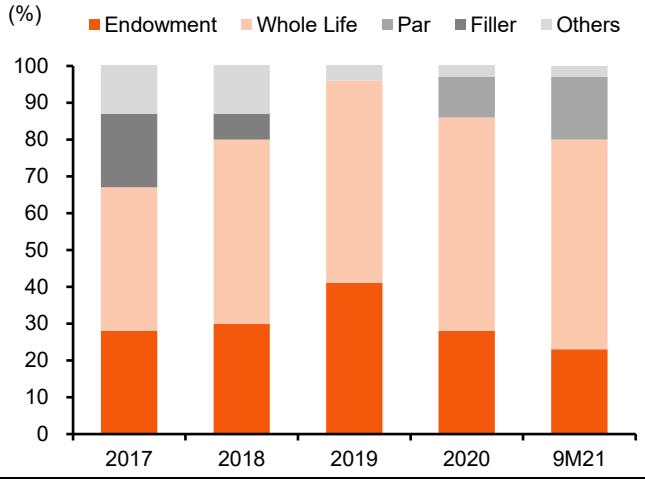
Sources: Company data; Thanachart

Ex 11: Bancassurance NBP Product Mix



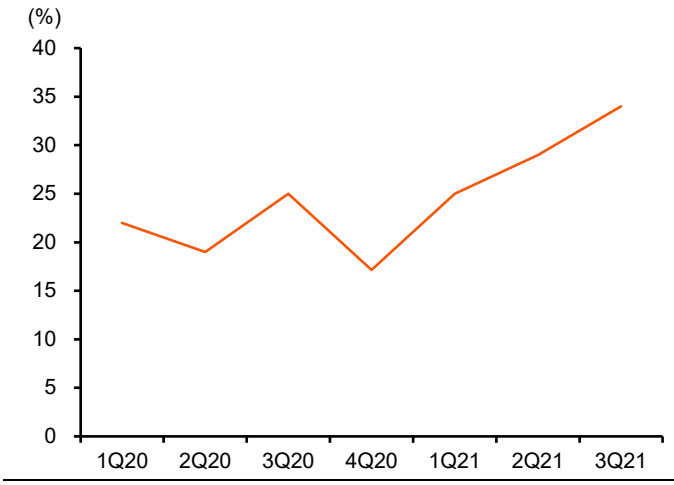
Sources: Company data; Thanachart

Ex 12: Agent Channel NBP Product Mix



Sources: Company data; Thanachart

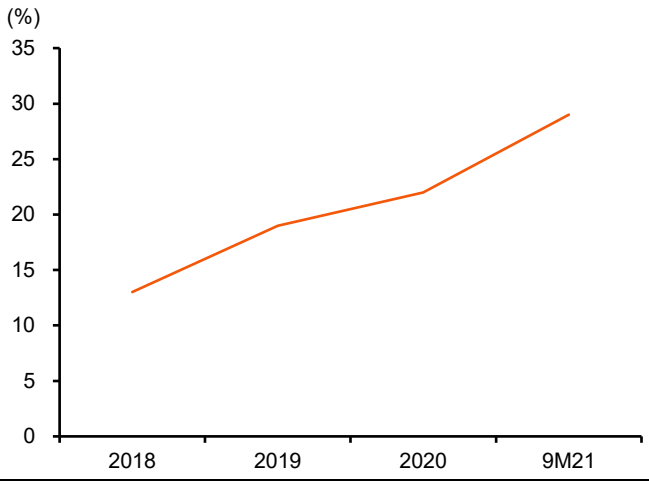
Ex 13: Rider Attachments – Quarterly



Sources: Company data; Thanachart

Note: % of agent channel's new business premiums (NBP)

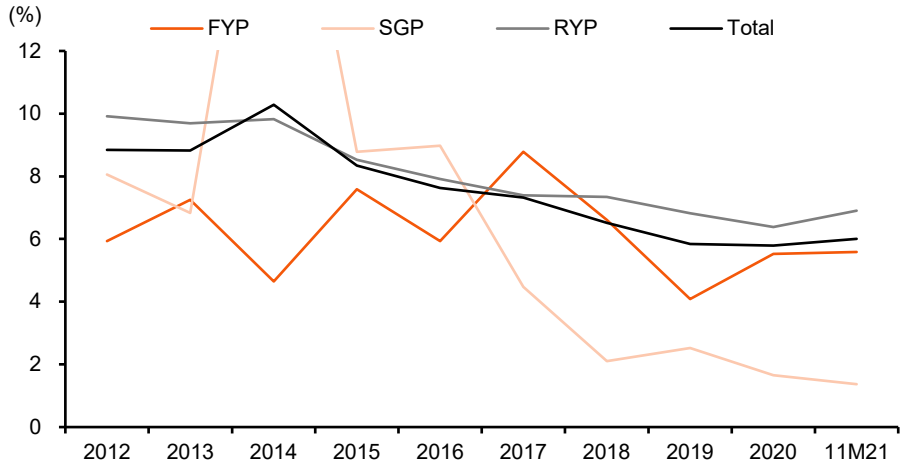
Ex 14: Rider Attachments – Annual



Sources: Company data; Thanachart

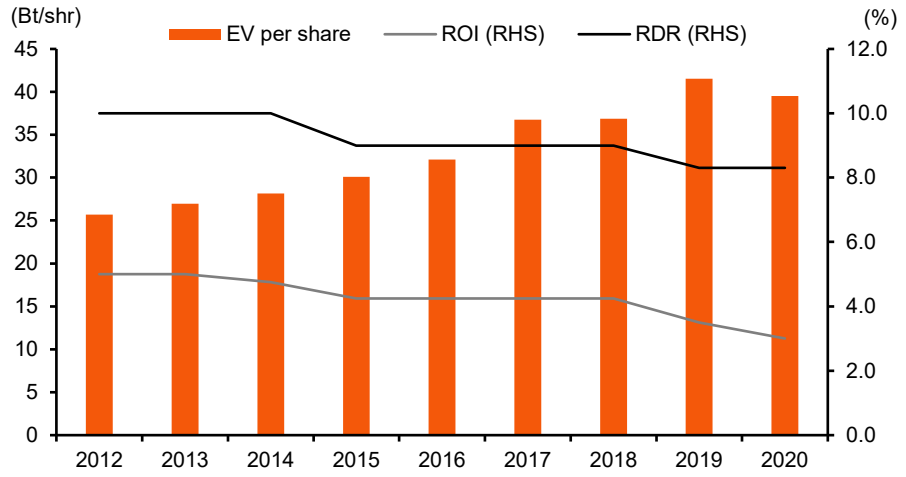
Note: % of agent channel's new business premiums (NBP)

Ex 15: BLA Regained Some Market Share In 2020-21



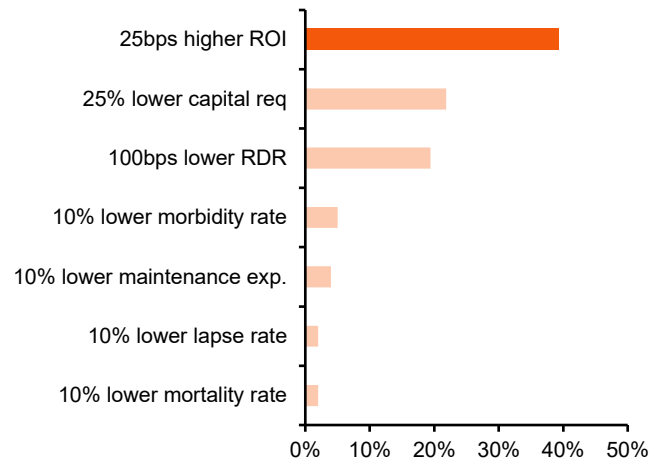
Sources: Company data, Thanachart

Ex 16: EV Per Share Vs. ROI And RDR Assumptions



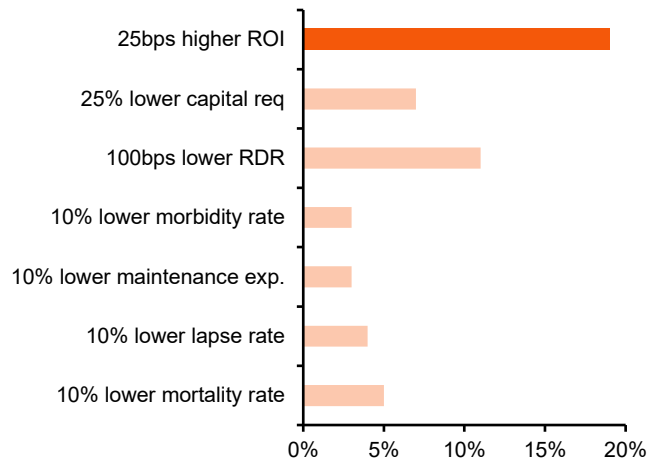
Sources: Company data, Thanachart

Ex 17: VIF Sensitivity To Changes In Assumptions



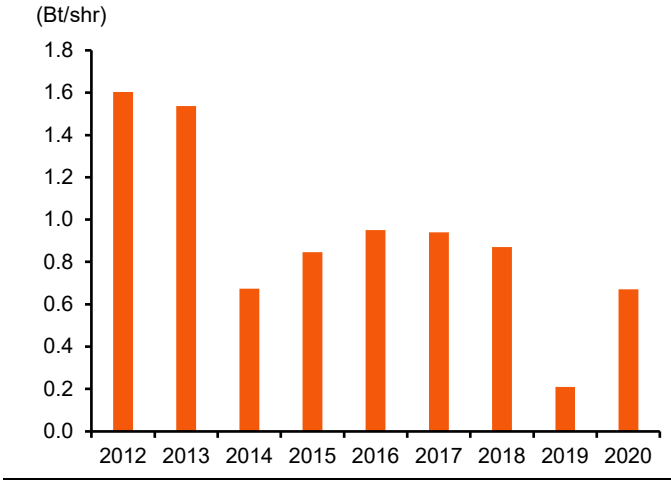
Sources: Company data; Thanachart
Note: Based on 2016 (latest year of available disclosure)

Ex 18: VONB Sensitivity To Changes In Assumptions



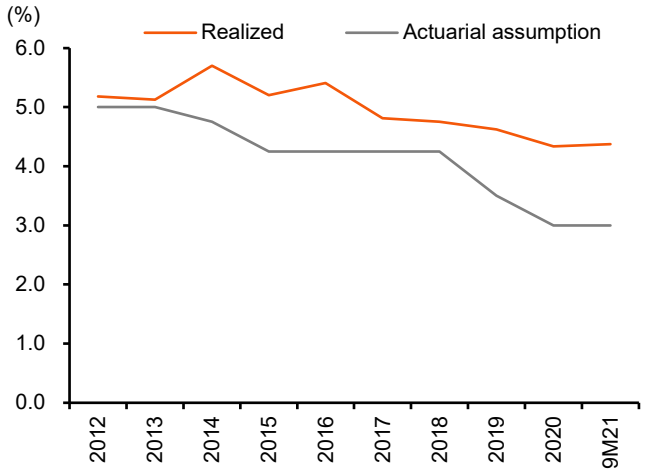
Sources: Company data; Thanachart
Note: Based on 2016 (latest year of available disclosure)

Ex 19: VONB Per Share



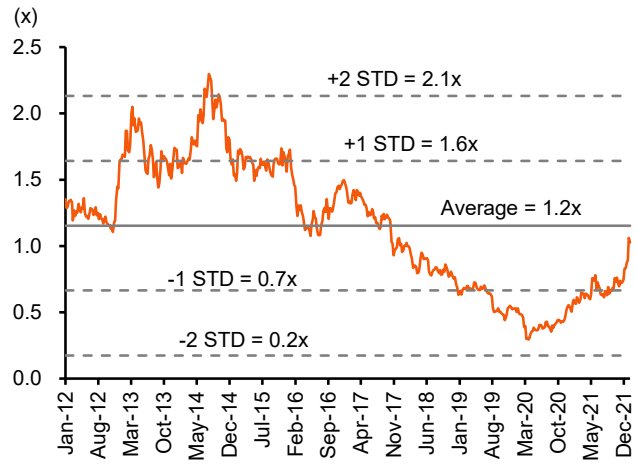
Sources: Company data; Thanachart

Ex 20: Realized ROI Vs. Actuarial Assumption



Sources: Company data; Thanachart

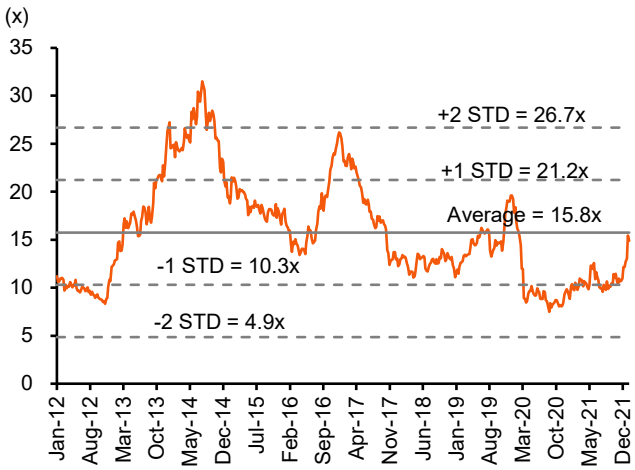
Ex 21: *Trailing* Price-to-Embedded Value (P/EV)



Sources: Bloomberg; Thanachart estimates

Note: 2021-22 P/EV is based on 2020 EV (latest available figure)

Ex 22: Forward PE



Sources: Bloomberg; Thanachart estimates

Ex 23: 12-month DDM-based Valuation Using A Base Year Of 2022F

(Bt m)	PV	2022F	2023F	2024F	2025F	2026F	2027F	2028F	2029F	2030F	2031F	2032F	Terminal value
Value-in-force													
Future profit		3,247	5,788	5,277	4,694	3,974	3,218	2,430	1,614	774	(27)	(967)	
Cost of capital		813	727	641	608	521	434	347	260	174	91	0	
FP-COC		2,433	5,062	4,635	4,086	3,453	2,784	2,083	1,354	601	(119)	(967)	
VIF	**18,423**	2,235	4,269	3,589	2,853	2,204	1,624	1,110	660	268	(46)	(342)	
VIF/sh	10.8												
Value of new business													
First year premium		7,085	8,110	8,516	8,941	9,388	9,858	10,351	10,868	11,412	11,982	12,581	
VONB margin		15%	15%	15%	15%	15%	15%	15%	15%	15%	15%	15%	
VONB		1,063	1,217	1,277	1,341	1,408	1,479	1,553	1,630	1,712	1,797	1,887	24,366
PV of VONB	**17,285**	976	1,026	989	936	899	863	828	794	762	699	668	7,845
PV of VONB / sh	10.1												
Risk-free rate (%)	2.5%												
Market risk premium (%)	8.0%												
Beta	0.80												
Cost of equity (%)	8.9%												
Terminal growth (%)	2.0%												
Equity value per share													
ANW	30.86												
VIF	10.80												
EV	41.66												
PV of VONB	10.13												
Equity value per share (Bt)	**51.79**												

Sources: Company data, Thanachart estimates

Valuation Comparison

Ex 24: Valuation Comparison With Regional Peers

Name	BBG Code	Country	EPS growth 21F (%)	EPS growth 22F (%)	— PE — 21F (x)	— PE — 22F (x)	— P/BV — 21F (x)	— P/BV — 22F (x)	– ROE – 21F (%)	– ROE – 22F (%)	— Div. Yield — 21F (%)	— Div. Yield — 22F (%)
China Life Insurance	601628 CH	China	8.6	12.2	15.2	13.5	1.7	1.6	11.8	12.1	2.4	2.6
China Pacific Insurance	601601 CH	China	7.4	11.7	9.6	8.6	1.2	1.1	12.5	12.7	4.8	5.2
Ping An Insurance Group	601318 CH	China	(6.8)	23.3	7.8	6.4	1.1	1.0	14.6	16.3	4.4	4.8
China Life Insurance	2628 HK	Hong Kong	11.2	10.6	6.5	5.9	0.8	0.7	11.9	11.8	5.6	6.0
Ping An Insurance Group	2318 HK	Hong Kong	(9.8)	21.5	9.1	7.5	1.3	1.2	14.9	16.9	3.8	4.1
LPI Capital	LPI MK	Malaysia	4.3	0.7	16.3	16.2	2.6	2.6	16.5	16.0	5.0	5.1
Dongbu Insurance	005830 KS	South Korea	60.8	(4.7)	5.3	5.6	0.6	0.6	12.0	10.8	4.7	4.6
Hyundai Marine & Fire	001450 KS	South Korea	(32.4)	0.3	4.9	4.9	0.5	0.4	9.1	8.6	5.1	5.2
Meritz Fire & Marine	000060 KS	South Korea	na	na	na	na	na	na	na	na	1.3	1.3
Samsung Fire & Marine	000810 KS	South Korea	24.5	(9.1)	7.7	8.5	0.7	0.6	8.6	8.2	6.1	5.6
Cathay Financial Holding	2882 TT	Taiwan	90.6	(24.5)	6.5	8.6	1.0	1.0	15.9	11.4	5.1	4.6
China Life Insurance	2823 TT	Taiwan	51.0	(12.8)	6.5	7.5	0.9	0.8	12.7	10.8	2.1	2.7
Shin Kong Financial	2888 TT	Taiwan	15.2	(21.7)	7.7	9.8	0.7	0.6	8.7	6.7	3.5	3.6
Bangkok Life Assurance	BLA TB*	Thailand	122.1	20.4	18.2	15.1	1.5	1.4	8.5	9.6	1.4	1.8
TQM Corporation Pcl	TQM TB*	Thailand	15.8	25.6	36.2	28.8	10.4	10.1	33.6	35.6	3.0	3.1
Thai Reinsurance	THRE TB	Thailand	na	na	na	32.3	1.6	1.4	(6.0)	5.0	0.0	2.3
Thaire Life Assurance	THREL TB	Thailand	11.1	50.0	24.9	16.6	2.1	1.9	8.0	12.0	2.8	4.2
Average			**24.9**	**6.9**	**12.2**	**12.2**	**1.8**	**1.7**	**12.1**	**12.8**	**3.6**	**3.9**

Source: Bloomberg

Note: * Thanachart estimates, using Thanachart normalized EPS

Based on 12 January 2022 closing prices

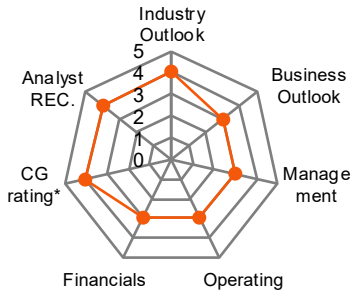
กรุณาอ่านรายงานฉบับสมบูรณ์ ในรายงานฉบับภาษาอังกฤษ

COMPANY DESCRIPTION

บริษัท กรุงเทพประกันชีวิต จำกัด (มหาชน) (BLA) ประกอบธุรกิจการขายประกันชีวิต โดยบริษัทขายสินค้าตั้งแต่กรมธรรม์ประเภทสะสมทรัพย์และประเภทคุ้มครองตลอดชีวิต รวมถึงประกันสุขภาพ ประกันชีวิตแบบบำนาญ ประกันชีวิตคุ้มครองสินเชื่อ และอื่นๆอีกมากมาย นอกจากนี้ BLA ยังเป็นพันธมิตรทางธุรกิจกับธนาคารกรุงเทพทั้งในด้านการพัฒนาสินค้า และการขายกรมธรรม์ ซึ่งบริษัทขายประกันชีวิตทางช่องทางธนาคารเป็นหลักและอีกส่วนทางตัวแทนขาย

Source: Thanachart

COMPANY RATING



Rating Scale	
Excellent	5
Good	4
Fair	3
Weak	2
Very Weak	1
None	0

Source: Thanachart; *CG Rating

THANACHART'S SWOT ANALYSIS

S — Strength

- ความสามารถในการขายประกันตามสาขาของธนาคารกรุงเทพกว่า 1,000 สาขาทั่วประเทศ
- การที่มีพันธมิตรเป็นบริษัท นิปปอน ประกันชีวิต ช่วยในการทำธุรกิจ

W — Weakness

- พึ่งพาการขายผ่านช่องทางธนาคารมากเกินไป
- มีอัตรา CAR ต่ำที่สุดในผู้เล่นรายใหญ่

O — Opportunity

- อยู่ในอุตสาหกรรมที่มีการเติบโตที่ดีและยังเติบโตได้อีก
- ตัวแทนที่ปรึกษาทางการเงินที่เพิ่มขึ้นจำนวนมากขึ้น ทำให้ BLA สามารถขายผลิตภัณฑ์ที่ซับซ้อนมากขึ้น

T — Threat

- RBC ระยะที่ 2 ที่กำลังจะมีขึ้น อาจส่งผลลบต่อ BLA
- ความผันผวนของอัตราดอกเบี้ยในตลาด

CONSENSUS COMPARISON

	Consensus	Thanachart	Diff
Target price (Bt)	46.67	52.00	11%
Net profit 21F (Bt m)	4,125	4,037	-2%
Net profit 22F (Bt m)	5,835	4,861	-17%
Consensus REC	**BUY: 3**	**HOLD: 1**	**SELL: 0**

Sources: Bloomberg consensus, Thanachart estimates

HOW ARE WE DIFFERENT FROM THE STREET?

- เราคาดว่าประมาณการกำไรปี 2021F ของเราใกล้เคียงกับของตลาด แต่ประมาณการปี 2022F ของเราต่ำกว่า ซึ่งน่าจะเป็นเพราะสมมติฐานการเติบโตของเบี้ยประกันที่ลดลง และ combined ratio ที่สูงขึ้น
- อย่างไรก็ตาม ราคาเป้าหมายของเรานั้นสูงกว่าของตลาด เนื่องจากเราเห็นแนวโน้มระยะยาวที่ดีขึ้น

RISKS TO OUR INVESTMENT CASE

- ความผันผวนของภาวะดอกเบี้ยที่จะทำให้ BLA อาจต้องมีการตั้งสำรองพิเศษ
- การเปลี่ยนส่วนผสมการขายกรมธรรม์ที่ไม่เป็นตามที่เราคาด ซึ่งอาจส่งผลให้อัตราส่วนเงินสำรองต่อเบี้ยรับของ BLA สูงหรือต่ำกว่าที่เราคาดไว้
- การฟื้นตัวของอัตราผลตอบแทนพันธบัตรรัฐบาลที่เร็วกว่าที่เราคาดจะเป็น upside ต่อประมาณการกำไรของเรา

Source: Thanachart

We expect a strong earnings recovery in 2022-23F

INCOME STATEMENT

FY ending Dec (Bt m)	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
Insurance premium	34,659	33,828	33,497	34,580	37,446
Less Life policy reserve	3,580	4,919	5,294	5,465	6,288
Net insurance premium	**31,079**	**28,909**	**28,203**	**29,116**	**31,158**
% of life policy reserve	12.5%	12.0%	11.4%	11.6%	12.3%
Underwriting expenses	38,379	38,784	36,144	37,312	39,655
Profit from insurance	**(7,301)**	**(9,875)**	**(7,940)**	**(8,197)**	**(8,497)**
Revenue on investment	13,704	13,251	14,384	15,754	17,044
Others	192	128	33	35	37
Non-underwriting Income	**13,896**	**13,379**	**14,418**	**15,789**	**17,081**
% of total income	210.7%	381.8%	222.6%	208.0%	199.0%
Total Income	6,595	3,505	6,478	7,592	8,585
Operating Expenses	1,636	1,534	1,672	1,805	1,952
Profit from operation	4,959	1,971	4,806	5,787	6,632
Obligation expenses	**0**	**0**	**0**	**0**	**0**
Pre-tax Profit	4,959	1,971	4,806	5,787	6,632
Income Tax	**918**	**153**	**769**	**926**	**1,061**
After Tax Profit	4,041	1,818	4,037	4,861	5,571
Equity Income	0	0	0	0	0
Minority Interest	(2)	(0)	0	0	0
Extraordinary Items	347	(209)	0	0	0
NET PROFIT	**4,386**	**1,608**	**4,037**	**4,861**	**5,571**
Normalized Profit	**4,039**	**1,818**	**4,037**	**4,861**	**5,571**
EPS (Bt)	2.6	0.9	2.4	2.8	3.3
Normalized EPS (Bt)	2.4	1.1	2.4	2.8	3.3

Capital adequacy ratio stood at over 300% as of 3Q21

BALANCE SHEET

FY ending Dec (Bt m)	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
ASSETS:					
Liquid Items	**17,476**	**12,122**	**10,715**	**12,462**	**14,737**
cash & cash equivalents	13,442	8,072	5,500	7,000	9,000
accrued investment income	1,684	1,647	1,798	1,973	2,136
Securities under resale agreement	1,801	1,786	2,806	2,858	2,919
Investments	300,137	310,811	337,689	361,072	386,393
Net loans	**11,222**	**11,314**	**7,596**	**8,122**	**8,692**
Gross and accrued interest	11,222	11,314	7,596	8,122	8,692
Provisions for doubtful	0	0	0	0	0
Fixed assets - net	1,426	2,188	2,179	2,151	2,125
Other assets	3,420	3,343	6,179	7,242	8,189
Total assets	**333,680**	**339,778**	**364,358**	**391,050**	**420,136**
LIABILITIES:					
Liquid Items	**1,220**	**799**	**791**	**817**	**884**
Securities sold under repurchase	0	0	0	0	0
Income tax payable	91	0	0	0	0
Amount due to reinsurer	1,129	799	791	817	884
Life policy reserve	277,489	282,407	292,620	298,085	304,372
Other liabilities	1,558	1,552	1,599	1,647	1,696
Total liabilities	**289,420**	**293,680**	**315,233**	**338,401**	**363,587**
Minority interest	35	0	0	0	0
Shareholders' equity	**44,225**	**46,098**	**49,125**	**52,649**	**56,549**
Preferred capital	0	0	0	0	0
Paid-in capital	1,708	1,708	1,706	1,706	1,706
Share premium	3,361	3,361	3,361	3,361	3,361
Surplus/ Others	7,531	9,301	9,301	9,301	9,301
Retained earnings	31,626	31,729	34,756	38,280	42,180
Liabilities & equity	**333,680**	**339,778**	**364,358**	**391,050**	**420,136**

Sources: Company data, Thanachart estimates

BLA looks attractive to us at just 1x P/EV vs the 1.2x average since 2012

ROE to improve along with higher investment return and improved underwriting margins

VALUATION

FY ending Dec	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
Normalized PE (x)	18.2	40.4	18.2	15.1	13.2
Normalized PE - at target price (x)	22.0	48.8	22.0	18.3	15.9
PE (x)	16.7	45.6	18.2	15.1	13.2
PE - at target price (x)	20.2	55.2	22.0	18.3	15.9
P/PPP (x)	14.8	37.2	15.3	12.7	11.1
P/PPP - at target price (x)	17.9	45.0	18.5	15.3	13.4
P/BV (x)	1.7	1.6	1.5	1.4	1.3
P/BV - at target price (x)	2.0	1.9	1.8	1.7	1.6
Dividend yield (%)	1.5	0.5	1.4	1.8	2.3
Market cap / total premium (x)	2.1	2.2	2.2	2.1	2.0
Market cap / life policy reserve (x)	0.3	0.3	0.3	0.2	0.2
(Bt)					
Normalized EPS	2.4	1.1	2.4	2.8	3.3
EPS	2.6	0.9	2.4	2.8	3.3
DPS	0.6	0.2	0.6	0.8	1.0
PPP/Share	2.9	1.2	2.8	3.4	3.9
BV/share	25.9	27.0	28.8	30.9	33.1

FINANCIAL RATIOS

FY ending Dec	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
Growth Rate					
Net premium written (%)	(13.2)	(2.4)	(1.0)	3.2	8.3
Life policy reserves (%)	(79.3)	37.4	7.6	3.2	15.1
Underwriting expenses (%)	32.4	1.1	(6.8)	3.2	6.3
Insurance profits (%)	na	na	na	na	na
Net profit (%)	(11.7)	(63.3)	na	na	14.6
Normalized profit growth (%)	(17.7)	(55.0)	122.1	20.4	14.6
EPS (%)	(11.7)	(63.3)	na	na	14.6
Normalized EPS (%)	(17.7)	(55.0)	122.1	20.4	14.6
Dividend payout ratio (%)	24.9	24.4	25.0	27.5	30.0
Total FYP (%)	20.2	81.0	(28.5)	(51.9)	(8.8)
Total premium (%)	12.8	32.6	(13.5)	(22.5)	(3.4)
Total investment assets (%)	2.3	3.5	7.2	6.9	7.0
Total assets (%)	2.8	1.8	7.2	7.3	7.4
Total equity (%)	14.9	4.2	6.6	7.2	7.4
Operating Ratios (%)					
Profit on underwriting to net earned prem.	(21.1)	(29.2)	(23.7)	(23.7)	(22.7)
Underwriting exp. to net earned premium	121.1	129.2	123.7	123.7	122.7
Investment yield (ROI)	4.5	4.2	4.3	4.4	4.5
Net profit margin	9.1	3.4	8.4	9.7	10.2
ROE	10.6	3.6	8.5	9.6	10.2
Loss ratio	100.3	104.8	98.0	98.0	96.0
Expense ratio	1.8	1.6	1.4	1.4	1.4
Commission ratio	8.7	8.2	8.5	8.5	8.5
ROA	1.3	0.5	1.1	1.3	1.4
ROE	10.6	3.6	8.5	9.6	10.2
D/E (x)	6.5	6.4	6.4	6.4	6.4
Policy reserve to capital fund (x)	6.3	6.1	6.0	5.7	5.4
Insurance contract liab. to invest. asset (x)	0.9	0.9	0.9	0.9	0.9
Total CAR	268.0	247.0	22.5	45.3	67.2

Sources: Company data, Thanachart estimates

Disclaimers

รายงานฉบับนี้จัดทำโดยบริษัทหลักทรัพย์ธนชาต จำกัด (มหาชน) โดยจัดทำขึ้นบนพื้นฐานของแหล่งข้อมูลที่ดีที่สุดที่ได้รับมาและพิจารณาแล้วว่าน่าเชื่อถือ ทั้งนี้มีวัตถุประสงค์เพื่อให้บริการเผยแพร่ข้อมูลแก่นักลงทุนและใช้เป็นข้อมูลประกอบการตัดสินใจซื้อขายหลักทรัพย์ แต่มิได้มีเจตนาชี้นำหรือเชิญชวนให้ซื้อหรือขายหรือประกันราคาหลักทรัพย์แต่อย่างใด ทั้งนี้รายงานและความเห็นในเอกสารฉบับนี้อาจมีการเปลี่ยนแปลงแก้ไขได้ หากข้อมูลที่ได้รับมาเปลี่ยนแปลงไป การนำข้อมูลที่ปรากฏอยู่ในเอกสารฉบับนี้ ไม่ว่าทั้งหมดหรือบางส่วนไปทำซ้ำ ดัดแปลง แก้ไข หรือนำออกเผยแพร่แก่สาธารณชน จะต้องได้รับความยินยอมจากบริษัทก่อน

This report is prepared and issued by Thanachart Securities Public Company Limited (TNS) as a resource only for clients of TNS, Thanachart Capital Public Company Limited (TCAP) and its group companies. Copyright © Thanachart Securities Public Company Limited. All rights reserved. The report may not be reproduced in whole or in part or delivered to other persons without our written consent. Investors should use this report as one of many tools in making their investment decisions since Thanachart Securities may seek to do other business with the companies mentioned in the report. Thus, investors need to be aware that there could be potential conflicts of interest that could affect the report's neutrality.

Recommendation Structure:

Recommendations are based on absolute upside or downside, which is the difference between the target price and the current market price. If the upside is 10% or more, the recommendation is BUY. If the downside is 10% or more, the recommendation is SELL. For stocks where the upside or downside is less than 10%, the recommendation is HOLD. Unless otherwise specified, these recommendations are set with a 12-month horizon. Thus, it is possible that future price volatility may cause a temporary mismatch between upside/downside for a stock based on the market price and the formal recommendation.

For sectors, an “Overweight” sector weighting is used when we have BUYs on majority of the stocks under our coverage by market cap. “Underweight” is used when we have SELLs on majority of the stocks we cover by market cap. “Neutral” is used when there are relatively equal weightings of BUYs and SELLs.

Disclosures:

บริษัทหลักทรัพย์ ธนชาต จำกัด (มหาชน) ทำหน้าที่เป็นผู้ดูแลสภาพคล่อง (Market Maker) และผู้ออกใบสำคัญแสดงสิทธิอนุพันธ์ (Derivative Warrants) โดยปัจจุบันบริษัทเป็นผู้ออกและเสนอขาย Derivative Warrants จำนวน 116 หลักทรัพย์ ได้แก่ ACE16C2201A, ACE16C2202A, ADVA16C2201A, ADVA16C2202A, AEON16C2201A, AEON16C2201B, AOT16C2204A, AOT16C2202A, BAM16C2204A, BANP16C2204A, BANP16C2201A, BANP16C2202A, BBL16C2204A, BBL16C2201A, BBL16C2203A, BCH16C2201A, BCH16C2203A, BEC16C2202A, BGRI16C2205A, CBG16C2204A, CBG16C2201A, CBG16C2202A, CHG16C2202A, COM716C2203A, CPAL16C2204A, CPAL16C2203A, CPF16C2205A, CPN16C2202A, CRC16C2204A, DELT16C2202A, DELT16C2203A, DOHO16C2202A, EA16C2205A, EA16C2201A, ESSO16C2202A, GLOB16C2201A, GLOB16C2203A, GPSC16C2205A, GPSC16C2201A, GPSC16C2201B, GPSC16C2203A, GULF16C2202A, GUNK16C2205A, GUNK16C2201A, GUNK16C2203A, HANA16C2204A, HANA16C2202A, HMPR16C2202A, INTU16C2201A, INTU16C2202A, IVL16C2202A, JAS16C2202A, JMAR16C2205A, JMAR16C2201A, JMAR16C2202A, JMT16C2205A, JMT16C2201A, JMT16C2203A, KBAN16C2201A, KBAN16C2202A, KCE16C2205A, KCE16C2201A, KTC16C2202A, LH16C2202A, MAJO16C2201A, MINT16C2204A, MINT16C2203A, MTC16C2204A, MTC16C2202A, OR16C2202A, OR16C2203A, PTG16C2201A, PTG16C2202A, PTG16C2203A, PTL16C2201A, PTL16C2202A, PTL16C2202B, PTT16C2201A, PTT16C2203A, PTTE16C2203A, RBF16C2202A, RS16C2205A, RS16C2201A, S5016P2203B, S5016C2112A, S5016C2112B, S5016C2112C, S5016C2112D, S5016C2203A, S5016P2112A, S5016P2112B, S5016P2112C, S5016P2112D, S5016P2203A, SAWA16C2204A, SAWA16C2202A, SCB16C2201A, SCB16C2202A, SCC16C2204A, SCGP16C2201A, SCGP16C2202A, SPAL16C2202A, SPRC16C2201A, STA16C2203A, STA16C2201A, STEC16C2204A, STEC16C2201A, STGT16C2202A, SYNE16C2202A, TASC16C2201A, TOP16C2202A, TRUE16C2202A, TRUE16C2203A, TU16C2204A, TU16C2202A, WHA16C2202A (underlying securities are ACE, ADVANC, AEONTS, AMATA, AOT, BAM, BANPU, BBL, BCH, BEC, BGRIM, CBG, CHG, COM7, CPALL, CPF, CPN, CRC, DELTA, DOHOME, DTAC, EA, ESSO, GLOBAL, GPSC, GULF, GUNKUL, HANA, HMPRO, INTUCH, IRPC, IVL, JAS, JMART, JMT, KBANK, KCE, KTC, LH, MAJOR, MEGA, MINT, MTC, OR, PTG, PTL, PTT, PTTEP, RBF, RS, SAWAD, SCB, SCC, SCGP, SPALI, SPRC, SET50, STA, STEC, STGT, SYNTEC, TASCO, TOP, TRUE, TU, WHA). และบริษัทจัดทำบทวิเคราะห์ของหลักทรัพย์อ้างอิงดังกล่าว จึงมีส่วนได้ส่วนเสียหรือมีความขัดแย้งทางผลประโยชน์ (conflicts of interest) นอกจากนี้ นักลงทุนควรศึกษารายละเอียดในหนังสือชี้ชวนของใบสำคัญแสดงสิทธิอนุพันธ์ดังกล่าวก่อนตัดสินใจลงทุน

หมายเหตุ: บริษัท ทุนธนชาต จากัด (TCAP) ซึ่งเป็นผู้ถือหุ้นรายใหญ่ของบริษัทหลักทรัพย์ ธนชาต จากัด (มหาชน) โดยถือหุ้นในสัดส่วนร้อยละ 50.96 มี สัดส่วนการถือหุ้นบริษัท ราชธานีลิสซิ่ง จากัด (มหาชน) (THANI) ทั้งทางตรงและทางอ้อม มากกว่าร้อยละ 56 และเป็นผู้ถือหุ้นใหญ่ของ THANI

บริษัททุนธนชาต จำกัด (TCAP), ธนาคารทหารไทยธนชาต จำกัด (มหาชน) (TTB) เป็นบริษัทที่มีความเกี่ยวข้องกับบริษัทหลักทรัพย์ธนชาต จำกัด (มหาชน) (TNS) โดย TCAP เป็นผู้ถือหุ้น ร้อยละ 50.96 ใน TNS และ ถือหุ้นใน TTB ร้อยละ 20.1 ดังนั้น การจัดทำบทวิเคราะห์ของหลักทรัพย์ดังกล่าว จึงมีส่วนได้ส่วนเสียหรือมีความขัดแย้งทางผลประโยชน์ (conflicts of interest)

บริษัททุนธนชาต จำกัด (TCAP) บริษัท ราชธานีลีสซิ่ง จำกัด (มหาชน) (THANI) บริษัท เอ็ม บี เค (มหาชน) (MBK) และบริษัท ปทุมไรซมิล แอนด์ แกรนารี จำกัด (มหาชน) (PRG) เป็นบริษัทที่มีความเกี่ยวข้องกับบริษัทหลักทรัพย์ธนชาต จำกัด (มหาชน) ดังนั้น การจัดทำบทวิเคราะห์ของหลักทรัพย์ดังกล่าว จึงมีส่วนได้ส่วนเสียหรือมีความขัดแย้งทางผลประโยชน์ (conflicts of interest)

หมายเหตุ: * บริษัทหลักทรัพย์ธนชาต จำกัด (มหาชน) (TNS) และ บริษัท ทุนธนชาต จำกัด (มหาชน) TCAP มีกรรมการร่วมกันได้แก่ นายสมเจตน์ หมู่ศิริเลิศ ซึ่งทำหน้าที่กรรมการผู้จัดการใหญ่ของ TCAP และ ทำหน้าที่ ประธานกรรมการบริษัท และประธานกรรมการบริหาร TNS อย่างไรก็ตาม บทวิเคราะห์นี้ได้ถูกจัดทำขึ้นบนสมมติฐานของฝ่ายวิจัยของ TNS”

หมายเหตุ: * บริษัทหลักทรัพย์ธนชาต จำกัด (มหาชน) (TNS) และ บริษัท จัดการและพัฒนาทรัพยากรน้ำภาคตะวันออก จำกัด (มหาชน) EASTW มีกรรมการร่วมกันได้แก่ นางอัศวินี ไตลังคะ ซึ่งทำหน้าที่ กรรมการตรวจสอบของ EASTW และ ทำหน้าที่ กรรมการบริษัท กรรมการบริหารของ TNS อย่างไรก็ตาม บทวิเคราะห์นี้ได้ถูกจัดทำขึ้นบนสมมติฐานของฝ่ายวิจัยของ TNS”

หมายเหตุ: ** “บริษัทหลักทรัพย์ธนชาต จำกัด (มหาชน) (TNS) เป็นผู้จัดการการจำหน่าย หุ้นกู้ชนิดระบุชื่อผู้ถือ ประเภทไม่ด้อยสิทธิ ไม่มีหลักประกัน มีผู้แทนผู้ถือหุ้นกู้ “หุ้นกู้ บริษัท สหกลอิควิปเมนท์ จำกัด (มหาชน) ครั้งที่ 1/2562 ครบกำหนดไถ่ถอนปี พ.ศ. 2565” ที่ออกโดย บริษัท สหกลอิควิปเมนท์ จำกัด (มหาชน) (SQ) ดังนั้น การจัดทำบทวิเคราะห์ของหลักทรัพย์ดังกล่าว จึงอาจมีส่วนได้ส่วนเสียหรือมีความขัดแย้งทางผลประโยชน์ (conflicts of interest)”

หมายเหตุ: ** “บริษัทหลักทรัพย์ธนชาต จำกัด (มหาชน) (TNS) ผู้จัดการการจัดจำหน่ายหุ้นกู้ หุ้นกู้ชนิดระบุชื่อผู้ถือ ประเภทไม่ด้อยสิทธิ ไม่มีประกัน และมีผู้แทน ผู้ถือหุ้นกู้ของบริษัท สวนอุตสาหกรรมโรจนะ จำกัด (มหาชน) (ROJNA) ครั้งที่ 3/2562 ครบกำหนดไถ่ถอนปี พ.ศ. 2566” ที่ออกโดย บริษัท สวนอุตสาหกรรมโรจนะ จำกัด (มหาชน) ดังนั้น การจัดทำบทวิเคราะห์ของหลักทรัพย์ดังกล่าว จึงอาจมีส่วนได้ส่วนเสียหรือมีความขัดแย้งทางผลประโยชน์ (conflicts of interest)

Thanachart Research Team

หัวหน้าฝ่าย
พิมพ์ผกา นิจการุณ, CFA
Tel: 662-779-9199
pimpaka.nic@thanachartsec.co.th

Thematic Research, กระดาษ
จักร เรืองสินภิญญา
Tel: 662-779-9104
chak.reu@thanachartsec.co.th

สาธารณูปโภค, สื่อสาร
ณัฐภพ ประสิทธิ์สุขสันต์
Tel: 662-483-8296
nuttapop.Pra@thanachartsec.co.th

อิเล็กทรอนิกส์, อาหาร, เครื่องดื่ม, เดินเรือ
พัทธดนย์ บุนนาค
Tel: 662-483-8298
pattadol.bun@thanachartsec.co.th

อสังหาริมทรัพย์, พาณิชย์
พรรณารายณ์ ติยะพิทยารัตน์
Tel: 662-779-9109
phannarai.von@thanachartsec.co.th

ยานยนต์, นิคมฯ, Property Fund, REITs, บันเทิง
รตา ลิ้มสุทธิวันภูมิ
Tel: 662-483-8297
rata.lim@thanachartsec.co.th

ธนาคาร, ธุรกิจการเงิน, ประกัน
สรัชดา ศรทรง
Tel: 662-779-9106
sarachada.sor@thanachartsec.co.th

ขนส่ง, รับเหมา
ศักดิ์สิทธิ์ พัฒนานารักษ์
Tel: 662-779-9112
saksid.pha@thanachartsec.co.th

Small Cap, การแพทย์, โรงแรม
ศิริพร อรุโณทัย
Tel: 662-779-9113
siriporn.aru@thanachartsec.co.th

พลังงาน , ปิโตรเคมี
ยุพาพรรณ พลพรประเสริฐ
Tel: 662-779-9110
yupapan.pol@thanachartsec.co.th

นักวิเคราะห์, แปล
ลาภินี ทิพยมณฑล
Tel: 662-779-9115
lapinee.dib@thanachartsec.co.th

กลยุทธ์การลงทุน
อดิศักดิ์ ผู้พิพัฒน์หิรัญกุล, CFA
Tel: 662-779-9120
adisak.phu@thanachartsec.co.th

วิเคราะห์เทคนิค
ภัทรวัลลิ์ หวังมิ่งมาศ
Tel: 662-779-9105
pattarawan.wan@thanachartsec.co.th

วิเคราะห์ทางเทคนิค
วิชนันท์ ธรรมบำรุง
Tel: 662-779-9123
witchanan.tam@thanachartsec.co.th

กลยุทธ์การลงทุน
เถลิงศักดิ์ คูเจริญไพศาล
Tel: 662-483-8304
thaloengsak.kuc@thanachartsec.co.th

วิเคราะห์เชิงปริมาณ
สิทธิเชษฐ์ รุ่งรัศมีพัฒน์
Tel: 662-483-8303
sittichet.run@thanachartsec.co.th

ผู้ช่วยนักวิเคราะห์-กลยุทธ์การลงทุน
นลิภรณ์ คลังเปรมจิตต์
Tel: 662-779-9107
nariporn.kla@thanachartsec.co.th

Data Support Team

มลฤดี เพชรแสงใสกุล
Tel: 662-779-9108
monrudee.pet@thanachartsec.co.th

เกษมรัตน์ จิตกุศล
Tel: 662-779-9118
kasemrat.jit@thanachartsec.co.th

วราทิพย์ รุ่งประดับวงศ์
Tel: 662-779-9114
varathip.run@thanachartsec.co.th

สุเนตร รักษาวัด
Tel: 662-779-9117
sunet.rak@thanachartsec.co.th

สุขสวัสดิ์ ลิมาวงษ์ปราณี
Tel: 662-779-9116
suksawat.lim@thanachartsec.co.th

สุจินตนา สถาพร
Tel: 662-779-9198
sujintana.sth@thanachartsec.co.th

Thanachart Securities Pcl.
Research Team
19 Floor, MBK Tower
444 Phayathai Road, Pathumwan Road, Bangkok 10330
Tel: 662 -779-9119
Email: thanachart.res@thanachartsec.co.th