

BUY (Unchanged)

Change in Numbers

TP: Bt 57.00 (From: Bt 52.00)

Upside : 27.4%

22 APRIL 2022

Bangkok Life Assurance (BLA TB)

เติบโตแข็งแกร่ง

เรายังคงแนะนำ "ซื้อ" BLA และปรับ TP ขึ้นเป็น 57 บาท จาก 52 บาท จาก VONB margin ที่สูงขึ้น เราคาดว่าจะเติบโตแข็งแกร่ง ด้วย EPS เติบโต 33% และ 25% ในปี 2022-23F มูลค่ายังน่าสนใจที่ P/EV ห้อยกว่า 1.1 เท่า vs 1.3 เท่า ในปี 2012-19 และ 2 เท่า ในช่วงขาขึ้นของอัตราดอกเบี้ยล่าสุดในปี 2014 bond yield ที่สูงขึ้น และกำไรที่เติบโตเป็นปัจจัยหนุน



CHAK REUNGSINPINYA

662-779-9104

chak.reu@thanachartsec.co.th

มีปัจจัยผลักดันหลายประการ

เราเห็นปัจจัยผลักดันหลายประการสำหรับ BLA ซึ่งจะช่วยผลักดันให้กำไรเติบโต 33% และ 25% ในปี 2022-23F ซึ่งได้แก่ อัตรากำไรที่เพิ่มขึ้น (จากสัดส่วนยอดขายที่ดีขึ้น) และผลตอบแทนจากการลงทุนที่สูงขึ้น (จากอัตราผลตอบแทนระยะยาวที่สูงขึ้น) Valuation ยังน่าสนใจ ที่ระดับน้อยกว่า 1.1 เท่า 2022F price-to-embedded value (P/EV) เทียบกับ 2 เท่า ในช่วงขาขึ้นของอัตราดอกเบี้ยล่าสุดในปี 2014 และ 1.3 เท่า ในปี 2012-2019 (เราไม่มีปี 2020-21 เนื่องจากมีผลกระทบของโควิด)

อัตรากำไรที่ขยายตัวเป็นปัจจัยผลักดันหลัก

เราเชื่อว่ากำไรขยายตัวของอัตรากำไรจากสัดส่วนผลิตภัณฑ์ที่ดีขึ้นเป็นปัจจัยผลักดันกำไรที่สำคัญที่สุดตัวของ BLA เราคาดว่าอัตราต้นทุนต่อรายได้ประกันชีวิตรับสุทธิ (Combined Ratio) (การจ่ายผลประโยชน์และเงินสำรองประกันเป็นส่วนหนึ่งของเบี้ยประกันภัยรับ) จะลดลงอย่างมากในช่วง 3 ปีข้างหน้า จากราว 113% เป็น 112%, 110% และ 108% ในปี 2022-24F ซึ่งเป็นเพราะการเพิ่มขึ้นของสัดส่วนผลิตภัณฑ์ที่มีกำไรสูง (เช่น สัญญาเพิ่มเติมประกันสุขภาพ) ซึ่งจำหน่ายตั้งแต่ปี 2021 และกรรมธรรม์เก่าและใหม่กำไรน้อยถึงกำหนดอายุ คาดการณ์ของเรายังคงเป็นระดับที่ระมัดระวังมากเมื่อเทียบกับเป้า Combined Ratio ของผู้บริหารที่ 100% ภายในปี 2024F

อัตราดอกเบี้ยในระยะยาวที่สูงขึ้นเป็นปัจจัยหนุน

BLA ยังคงเป็นหนึ่งในบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์เพียงไม่กี่ตัวที่ได้ประโยชน์โดยตรงจากอัตราดอกเบี้ยระยะยาวที่สูงขึ้น อัตราผลตอบแทนพันธบัตรอายุ 10 ปีของไทยอยู่ที่ 2.75% โดยเพิ่มขึ้นราว 85bps ในช่วง YTD อัตราผลตอบแทนพันธบัตรที่เพิ่มขึ้นทั่วโลก และการคาดการณ์ว่า ธปท.จะปรับขึ้นอัตราดอกเบี้ยในปีหน้า อาจทำให้อัตราผลตอบแทนพันธบัตรระยะยาวยืนอยู่ในระดับสูง สำหรับ BLA ปัจจัยนี้จะค่อยๆ แปลงเป็นผลตอบแทนจากการลงทุนที่สูงขึ้น แม้ในระยะเวลานั้นอาจหมายถึงการมีกำไรจากการซื้อขายที่จำกัด เราคาดว่าอัตราผลตอบแทนที่เพิ่มขึ้น 50bps ในที่สุดจะทำให้ผลกำไรรายปีของ BLA เพิ่มขึ้น 25% (เทียบกับปีฐาน 2022F) แม้ว่าจะใช้เวลาหลายปีกว่าที่จะเห็นผลเต็มที่

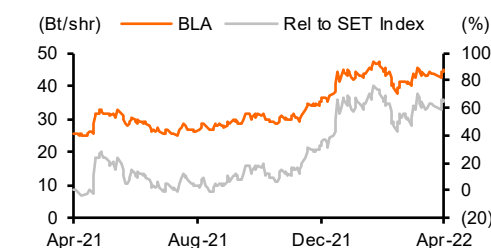
การเติบโตของเบี้ยประกันชะลอตัวลง

จากข้อมูลของอุตสาหกรรม เบี้ยประกันภัยรับของ BLA ลดลงราว 10% y-y ในเดือนม.ค./ก.พ.2022 เราคิดว่าเป็นเพราะผลกระทบจากโอไมครอน (การเติบโตของเบี้ยประกันภัยรวมของอุตสาหกรรมติดลบเช่นกัน) จากการพูดคุยกับทางบริษัท เบี้ยประกันภัยกลับมาเติบโต y-y ในเดือนมี.ค. แต่อย่างไรก็ตาม เราได้ปรับลดสมมติฐานเบี้ยประกันภัยทั้งหมดลง 3-11% ในปี 2022-24F ปัจจุบันเราคาดว่ากำไรเติบโตของเบี้ยประกันภัยปีแรก (FYP) อยู่ที่ 0% ในปี 2022F เทียบกับเป้าหมายของผู้บริหารที่ระดับสิบต้นๆ ด้วยเหตุนี้ เราจึงคิดว่าเราให้สมมติฐานที่ระมัดระวังอย่างมาก

COMPANY VALUATION

Y/E Dec (Bt m)	2021A	2022F	2023F	2024F
Insurance premium	34,664	34,696	35,438	37,033
Profit from operation	4,235	5,067	6,355	7,781
Net profit	3,196	4,256	5,338	6,536
Consensus NP	—	4,999	6,711	7,083
Diff frm cons (%)	—	(14.9)	(20.5)	(7.7)
Norm profit	3,196	4,256	5,338	6,536
Prev. Norm profit	—	4,861	5,571	6,088
Chg frm prev (%)	—	(12.4)	(4.2)	7.4
Norm EPS (Bt)	1.9	2.5	3.1	3.8
Norm EPS grw (%)	98.7	33.2	25.4	22.4
Norm PE (x)	23.9	17.9	14.3	11.7
P/BV (x)	1.6	1.5	1.4	1.3
Div. yield (%)	1.3	1.4	1.9	2.6
ROE (%)	6.8	8.6	10.1	11.4
ROA (%)	0.9	1.2	1.4	1.6

PRICE PERFORMANCE



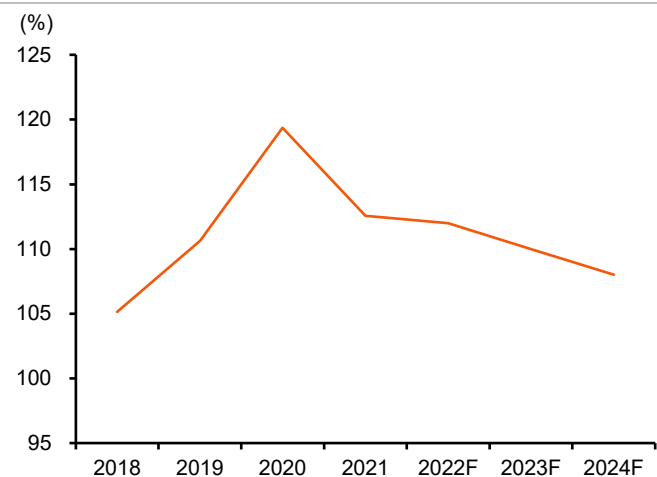
COMPANY INFORMATION

Price: (Bt) as of 22-Apr-22	44.75
Market Cap (US\$ m)	2,250.2
Listed Shares (m shares)	1,707.6
Free Float (%)	44.6
Avg. Daily Turnover (US\$ m)	6.7
12M Price H/L (Bt)	47.50/24.80
Sector	INSUR
Major Shareholder	Sophonpanich Family 16.78%

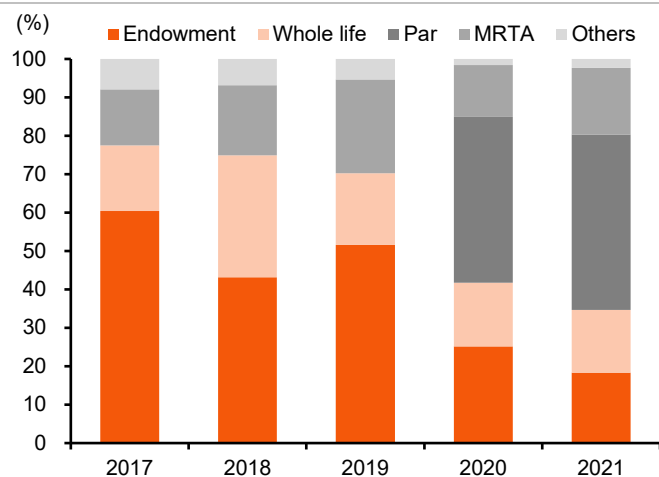
Sources: Bloomberg, Company data, Thanachart estimates

กรุณาอ่านรายงานฉบับสมบูรณ์
ในรายงานฉบับภาษาอังกฤษ

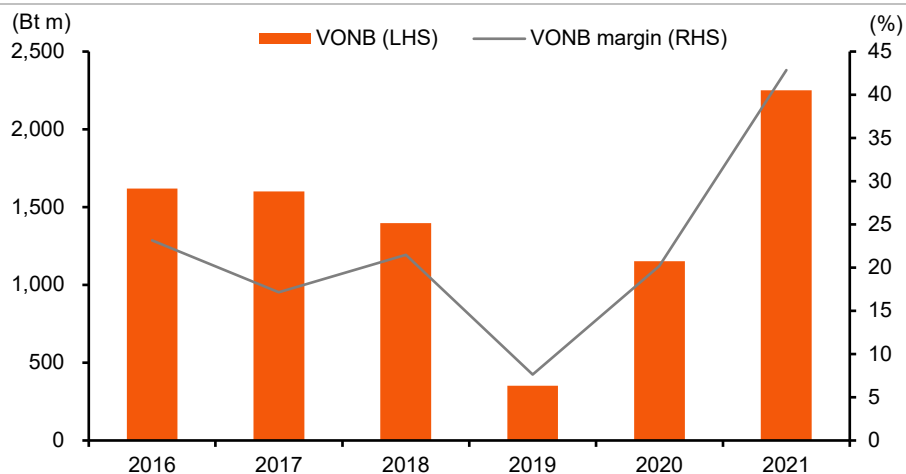
รายงานฉบับนี้จัดทำโดยบริษัทหลักทรัพย์ธนาชาติ จำกัด (มหาชน) โดยจัดทำขึ้นบนพื้นฐานของแหล่งข้อมูลที่ดีที่สุดที่ได้รับมาและพิจารณาแล้วว่าน่าเชื่อถือ ทั้งนี้มีวัตถุประสงค์เพื่อให้บริการเผยแพร่ข้อมูลแก่นักลงทุนและเป็นข้อมูลประกอบการตัดสินใจซื้อขายหลักทรัพย์ แต่ไม่ได้มีเจตนาชี้แนะหรือเชิญชวนให้ซื้อหรือขายหรือประกันราคาหลักทรัพย์แต่อย่างใด ทั้งนี้รายงานและความเห็นในเอกสารฉบับนี้อาจมีการเปลี่ยนแปลงแก้ไขได้ หากข้อมูลที่ได้รับมาเปลี่ยนแปลงไป การนำข้อมูลไปปรากฏอยู่ในเอกสารฉบับนี้ ไม่ว่าทั้งหมดหรือบางส่วนไปทำซ้ำ ดัดแปลง แก้ไข หรือนำออกเผยแพร่แก่สาธารณชน จะต้องได้รับความยินยอมจากบริษัทก่อน

Ex 1: Lower Combined Ratio

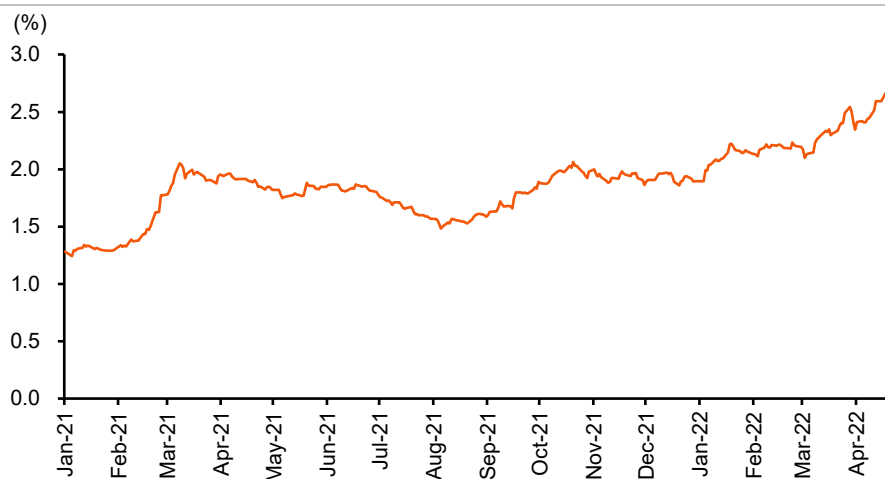
Sources: Company data; Thanachart estimates

Ex 2: Improved Product Mix

Sources: Company data; Thanachart

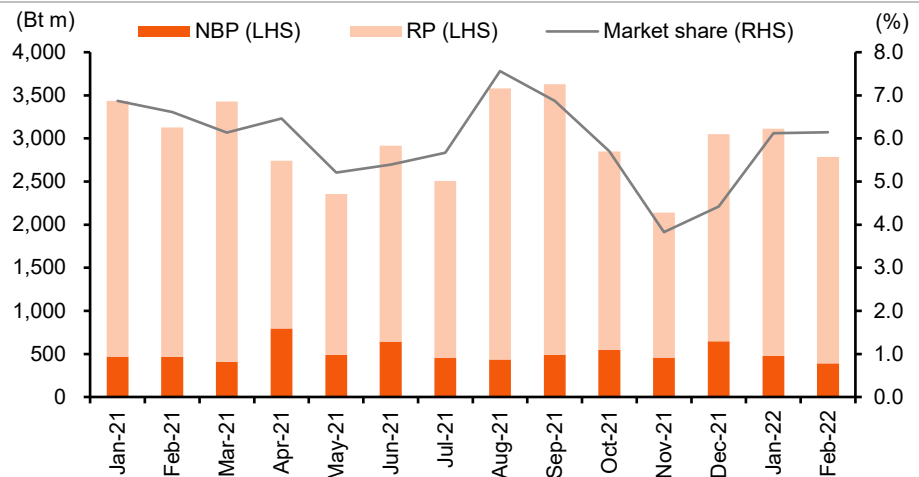
Ex 3: Big Jump In VONB Margin Bodes Well For Future Profitability

Sources: Company data, Thanachart

Ex 4: Thailand 10Y Government Bond Yield

Sources: Bloomberg, Thanachart

Ex 5: BLA Premiums And Market Share



Sources: Company data, Thanachart

Ex 6: Key Assumption Changes

		2022F	2023F	2024F	2025F
Premiums					
New					
New business	(Bt m)	6,550	7,205	7,565	7,943
Renewal	(Bt m)	27,049	27,113	28,297	29,567
Total	(Bt m)	33,599	34,317	35,862	37,510
Old					
New business	(Bt m)	7,085	8,110	8,516	8,941
Renewal	(Bt m)	27,556	29,401	31,822	34,253
Total	(Bt m)	34,641	37,511	40,338	43,195
Change					
New business	(%)	(7.6)	(11.2)	(11.2)	(11.2)
Renewal	(%)	(1.8)	(7.8)	(11.1)	(13.7)
Total	(%)	(3.0)	(8.5)	(11.1)	(13.2)
Combined ratio					
New	(%)	112	110	108	107
Old	(%)	114	113	113	113
Change	(% pt)	(2.0)	(3.0)	(5.0)	(6.0)
Expense ratio					
New	(%)	10.5	11.8	13.0	14.3
Old	(%)	9.9	9.9	9.9	9.9
Change	(% pt)	0.6	1.9	3.1	4.4
Investment returns					
New	(%)	4.2	4.3	4.5	4.6
Old	(%)	4.4	4.5	4.5	4.6
Change	(% pt)	(0.2)	(0.2)	(0.1)	(0.0)

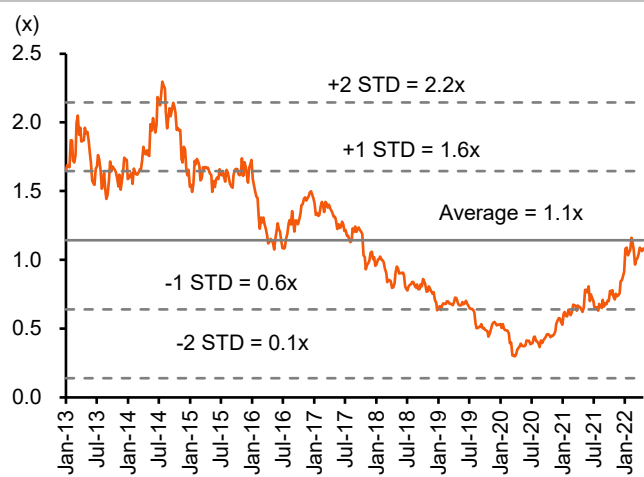
Sources: Company data, Thanachart estimates

Ex 7: Earnings Revisions

(Bt/shr)	2020	2021	2022F	2023F	2024F	2025F
New	0.94	1.87	2.49	3.13	3.83	4.29
Old			2.85	3.27	3.57	3.93
Change (%)			(12.4)	(4.2)	7.4	9.1

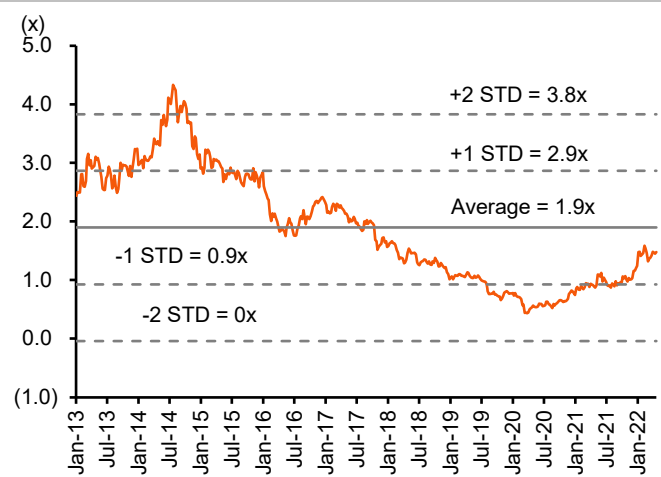
Sources: Company data, Thanachart estimates

Ex 8: Price-To-Embedded Value (P/EV)



Sources: Bloomberg; Thanachart estimates

Ex 9: Price-To-Book (P/BV)



Sources: Bloomberg; Thanachart estimates

Ex 10: 12-month DDM-based Valuation Using A Base Year Of 2023F

(Bt m)	PV	2023F	2024F	2025F	2026F	2027F	2028F	2029F	2030F	2031F	2032F	2033F	Terminal value
Value-in-force													
Future profit		4,389	7,517	7,048	6,202	5,324	4,420	3,494	2,549	1,588	675	(373)	
Cost of capital		818	731	645	615	527	440	352	264	176	92	0	
FP-COC		3,572	6,787	6,404	5,586	4,796	3,981	3,142	2,285	1,412	583	(373)	
VIF	26,758	3,281	5,724	4,958	3,900	3,061	2,322	1,675	1,114	629	227	(132)	
VIF/sh	15.7												
Value of new business													
First year premium		7,205	7,565	7,943	8,340	8,757	9,195	9,655	10,138	10,645	11,177	11,736	
VONB margin		25%	25%	25%	25%	25%	25%	25%	25%	25%	25%	25%	
VONB		1,801	1,891	1,986	2,085	2,189	2,299	2,414	2,534	2,661	2,794	2,934	37,881
PV of VONB	27,009	1,654	1,595	1,538	1,456	1,397	1,341	1,287	1,235	1,185	1,087	1,038	12,196
PV of VONB / sh	15.8												
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													
EV	40.91												
PV of VONB	15.83												
Equity value per share	56.74												

Sources: Company data, Thanachart estimates

Valuation Comparison

Ex 11: Valuation Comparison With Regional Peers

Name	BBG Code	Country	EPS growth		— PE —		— P/BV —		— ROE —		— Div. Yield —	
			22F	23F	22F	23F	22F	23F	22F	23F	22F	23F
			(%)	(%)	(x)	(x)	(x)	(x)	(%)	(%)	(%)	(%)
China Life Insurance	601628 CH	China	3.7	12.9	13.1	11.6	1.4	1.3	11.7	10.9	2.7	2.6
China Pacific Insurance	601601 CH	China	3.7	15.6	7.5	6.4	0.9	0.8	12.5	11.7	6.0	4.9
Ping An Insurance Group	601318 CH	China	10.3	13.8	6.4	5.6	0.9	0.8	14.4	15.0	4.9	5.3
China Life Insurance	2628 HK	Hong Kong	0.2	15.2	6.0	5.2	0.7	0.6	11.8	11.1	6.0	5.9
Ping An Insurance Group	2318 HK	Hong Kong	17.4	14.5	7.1	6.2	1.1	1.0	14.7	15.5	4.4	4.7
LPI Capital	LPI MK	Malaysia	(10.9)	14.2	17.6	15.4	2.4	2.3	16.5	14.7	5.2	4.7
Dongbu Insurance	005830 KS	South Korea	(3.4)	6.3	5.7	5.4	0.6	0.6	12.7	11.1	4.4	4.8
Hyundai Marine & Fire	001450 KS	South Korea	na	13.7	6.0	5.2	0.5	0.5	na	9.2	4.1	4.5
Meritz Fire & Marine	000060 KS	South Korea	na	na	na	na	na	na	na	na	1.5	1.3
Samsung Fire & Marine	000810 KS	South Korea	(3.9)	7.1	9.0	8.4	0.6	0.5	7.3	6.5	6.2	5.6
Cathay Financial Holding	2882 TT	Taiwan	(22.5)	5.9	8.3	7.8	0.9	0.9	15.8	11.2	5.3	4.7
China Life Insurance	2823 TT	Taiwan	na	na	na	na	na	na	12.7	12.9	na	na
Shin Kong Financial	2888 TT	Taiwan	(31.1)	(2.2)	9.9	10.1	0.5	0.5	8.7	5.1	4.0	2.7
Bangkok Life Assurance	BLA TB*	Thailand	33.2	25.4	17.9	14.3	1.5	1.4	8.6	10.1	1.4	1.9
TQM Corporation Pcl	TQM TB*	Thailand	22.2	26.3	26.7	21.2	8.4	7.8	34.3	38.2	3.0	3.8
Thai Reinsurance	THRE TB	Thailand	na	150.0	56.0	22.4	1.4	1.3	(6.0)	2.1	0.0	0.9
Thaire Life Assurance	THREL TB	Thailand	25.0	36.0	24.4	17.9	2.4	2.2	8.0	10.1	2.3	3.0
Average			3.4	23.7	14.8	10.9	1.6	1.5	12.2	12.2	3.8	3.8

Source: Bloomberg

Note: * Thanachart estimates, using Thanachart normalized EPS

Based on 22 April 2022 closing prices

กรุณาอ่านรายงานฉบับสมบูรณ์ ในรายงานฉบับภาษาอังกฤษ

COMPANY DESCRIPTION

บริษัท กรุงเทพประกันชีวิต จำกัด (มหาชน) (BLA) ประกอบธุรกิจการขายประกันชีวิต โดยบริษัทขายสินค้าตั้งแต่กรรมสิทธิ์ประเภทสะสมทรัพย์และประเภทคุ้มครองตลอดชีวิต รวมถึงประกันสุขภาพ ประกันชีวิตแบบบำนาญ ประกันชีวิตคุ้มครองสินเชื่อ และอื่นๆอีกมากมาย นอกจากนี้ BLA ยังเป็นพันธมิตรทางธุรกิจกับธนาคารกรุงเทพทั้งในด้านการพัฒนาสินค้า และการขายกรรมสิทธิ์ ซึ่งบริษัทขายประกันชีวิตทางช่องทางธนาคารเป็นหลักและอีกส่วนทางตัวแทนขาย

Source: Thanachart

THANACHART'S SWOT ANALYSIS

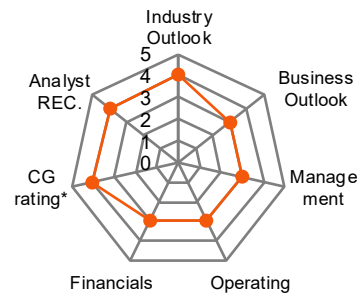
S — Strength

- ความสามารถในการขายประกันตามสาขาของธนาคารกรุงเทพกว่า 1,000 สาขาทั่วประเทศ
- การที่มีพันธมิตรเป็นบริษัท นิปปอน ประกันชีวิต ช่วยในการทำธุรกิจ

O — Opportunity

- อยู่ในอุตสาหกรรมที่มีการเติบโตที่ดีและยังเติบโตได้อีก
- ตัวแทนที่ปรึกษาทางการเงินที่เพิ่มขึ้นจำนวนมากขึ้น ทำให้ BLA สามารถขายผลิตภัณฑ์ที่ซับซ้อนมากขึ้น

COMPANY RATING



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

Source: Thanachart; *CG Rating

W — Weakness

- ฟังพาการขายผ่านช่องทางธนาคารมากเกินไป
- มีอัตรา CAR ต่ำที่สุดในผู้เล่นรายใหญ่

T — Threat

- RBC ระยะที่ 2 ที่กำลังจะมีขึ้น อาจส่งผลกระทบต่อ BLA
- ความผันผวนของอัตราดอกเบี้ยในตลาด

CONSENSUS COMPARISON

	Consensus	Thanachart	Diff
Target price (Bt)	54.33	57.00	5%
Net profit 22F (Bt m)	4,999	4,256	-15%
Net profit 23F (Bt m)	6,711	5,338	-20%
Consensus REC	BUY: 4	HOLD: 0	SELL: 0

HOW ARE WE DIFFERENT FROM THE STREET?

- เราคาดว่าประมาณการกำไรปี 2022-23F ของเรต่ำกว่าของตลาด ซึ่งน่าจะเป็นเพราะสมมติฐานการเติบโตของเบี้ยประกันที่ลดลง
- อย่างไรก็ตาม ราคาเป้าหมายของเรานั้นสูงกว่าของตลาด เนื่องจากเราเห็นแนวโน้มระยะยาวที่ดีขึ้น

Sources: Bloomberg consensus, Thanachart estimates

RISKS TO OUR INVESTMENT CASE

- ความผันผวนของภาวะดอกเบี้ยที่จะทำให้ BLA อาจต้องมีการตั้งสำรองพิเศษมากขึ้นจะเป็นความเสี่ยงต่อประมาณการ
- การเปลี่ยนสัดส่วนการขายกรรมสิทธิ์ที่ไม่เป็นตามที่เราคาด ซึ่งอาจส่งผลให้อัตราส่วนเงินสำรองต่อเบี้ยรับของ BLA สูงกว่าที่เราคาดไว้
- การฟื้นตัวของอัตราผลตอบแทนพันธบัตรรัฐบาลที่ช้ากว่าที่เราคาดจะเป็นความเสี่ยงต่อประมาณการกำไรของเรา

Source: Thanachart

INCOME STATEMENT

We expect strong earnings growth in 2022-23F

FY ending Dec (Bt m)	2020A	2021A	2022F	2023F	2024F
Insurance premium	33,828	34,664	34,696	35,438	37,033
Less Life policy reserve	4,919	5,364	4,638	4,060	4,243
Net insurance premium	28,909	29,299	30,058	31,377	32,790
% of life policy reserve	12.0%	11.7%	11.4%	11.4%	11.8%
Underwriting expenses	38,784	36,922	37,645	38,893	40,366
Profit from insurance	(9,875)	(7,622)	(7,587)	(7,516)	(7,576)
Revenue on investment	13,381	13,385	14,403	15,760	17,400
Others	128	120	35	35	37
Non-underwriting Income	13,509	13,505	14,438	15,796	17,437
% of total income	371.7%	229.6%	210.7%	190.8%	176.8%
Total Income	3,634	5,883	6,851	8,280	9,861
Operating Expenses	1,534	1,647	1,784	1,925	2,080
Profit from operation	2,100	4,235	5,067	6,355	7,781
Obligation expenses	339	472	0	0	0
Pre-tax Profit	1,761	3,764	5,067	6,355	7,781
Income Tax	153	568	811	1,017	1,245
After Tax Profit	1,608	3,196	4,256	5,338	6,536
Equity Income	0	0	0	0	0
Minority Interest	(0)	(0)	0	0	0
Extraordinary Items	0	0	0	0	0
NET PROFIT	1,608	3,196	4,256	5,338	6,536
Normalized Profit	1,608	3,196	4,256	5,338	6,536
EPS (Bt)	0.9	1.9	2.5	3.1	3.8
Normalized EPS (Bt)	0.9	1.9	2.5	3.1	3.8

BALANCE SHEET

Balance sheet remains strong with CAR ratio of over 300%

FY ending Dec (Bt m)	2020A	2021A	2022F	2023F	2024F
ASSETS:					
Liquid Items	12,122	11,577	10,983	12,688	14,920
cash & cash equivalents	8,072	7,637	5,500	7,000	9,000
accrued investment income	1,647	1,599	1,860	2,011	2,170
Securities under resale agreement	1,786	1,648	2,929	2,968	3,009
Investments	310,811	318,939	346,465	369,629	393,837
Net loans	11,314	12,129	7,794	8,315	8,859
Gross and accrued interest	11,314	12,129	7,794	8,315	8,859
Provisions for doubtful	0	0	0	0	0
Fixed assets - net	2,188	2,283	2,270	2,238	2,208
Other assets	3,343	2,214	2,578	3,116	3,711
Total assets	339,778	347,143	370,089	395,986	423,535
LIABILITIES:					
Liquid Items	799	1,243	1,269	1,315	1,393
Securities sold under repurchase	0	0	0	0	0
Income tax payable	0	58	82	103	127
Amount due to reinsurer	799	1,185	1,186	1,212	1,266
Life policy reserve	282,407	295,480	305,482	309,543	313,786
Other liabilities	1,552	2,454	2,527	2,603	2,681
Total liabilities	293,680	299,177	318,932	340,959	363,932
Minority interest	0	0	0	0	0
Shareholders' equity	46,098	47,966	51,157	55,027	59,602
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	9,301	8,375	8,375	8,375	8,375
Retained earnings	31,729	34,522	37,714	41,584	46,160
Liabilities & equity	339,778	347,143	370,089	395,986	423,535

Sources: Company data, Thanachart estimates

VALUATION

FY ending Dec	2020A	2021A	2022F	2023F	2024F
Normalized PE (x)	47.5	23.9	17.9	14.3	11.7
Normalized PE - at target price (x)	60.5	30.4	22.8	18.2	14.9
PE (x)	47.5	23.9	17.9	14.3	11.7
PE - at target price (x)	60.5	30.4	22.8	18.2	14.9
P/PPP (x)	36.4	18.0	15.1	12.0	9.8
P/PPP - at target price (x)	46.3	23.0	19.2	15.3	12.5
P/BV (x)	1.7	1.6	1.5	1.4	1.3
P/BV - at target price (x)	2.1	2.0	1.9	1.8	1.6
Dividend yield (%)	0.5	1.3	1.4	1.9	2.6
Market cap / total premium (x)	2.3	2.2	2.2	2.2	2.1
Market cap / life policy reserve (x)	0.3	0.3	0.3	0.2	0.2
(Bt)					
Normalized EPS	0.9	1.9	2.5	3.1	3.8
EPS	0.9	1.9	2.5	3.1	3.8
DPS	0.2	0.6	0.6	0.9	1.1
PPP/Share	1.2	2.5	3.0	3.7	4.6
BV/share	27.0	28.1	30.0	32.3	34.9

Valuation remains attractive at less than 1.1x P/EV vs 1.3x average in 2012-19

FINANCIAL RATIOS

FY ending Dec	2020A	2021A	2022F	2023F	2024F
Growth Rate					
Net premium written (%)	(2.4)	2.5	0.1	2.1	4.5
Life policy reserves (%)	37.4	9.1	(13.5)	(12.5)	4.5
Underwriting expenses (%)	1.1	(4.8)	2.0	3.3	3.8
Insurance profits (%)	na	na	na	na	na
Net profit (%)	(63.3)	98.7	na	na	22.4
Normalized profit growth (%)	(63.3)	98.7	33.2	25.4	22.4
EPS (%)	(63.3)	98.7	na	na	22.4
Normalized EPS (%)	(63.3)	98.7	33.2	25.4	22.4
Dividend payout ratio (%)	24.4	29.9	25.0	27.5	30.0
Total FYP (%)	20.2	81.0	(28.5)	(51.9)	0.0
Total premium (%)	12.8	32.6	(13.5)	(22.5)	(3.3)
Total investment assets (%)	3.5	2.8	7.0	6.7	6.5
Total assets (%)	1.8	2.2	6.6	7.0	7.0
Total equity (%)	4.2	4.1	6.7	7.6	8.3
Operating Ratios (%)					
Profit on underwriting to net earned prem.	(29.2)	(22.0)	(21.9)	(21.2)	(20.5)
Underwriting exp. to net earned premium	129.2	122.0	121.9	121.2	120.5
Investment yield (ROI)	4.2	4.1	4.2	4.3	4.5
Net profit margin	3.4	6.7	8.7	10.4	12.0
ROE	3.6	6.8	8.6	10.1	11.4
Loss ratio	104.8	97.1	98.0	98.0	96.0
Expense ratio	1.6	1.6	1.5	1.8	2.0
Commission ratio	8.2	7.8	9.0	10.0	11.0
ROA	0.5	0.9	1.2	1.4	1.6
ROE	3.6	6.8	8.6	10.1	11.4
D/E (x)	6.4	6.2	6.2	6.2	6.1
Policy reserve to capital fund (x)	6.1	6.2	6.0	5.6	5.3
Insurance contract liab. to invest. asset (x)	0.9	0.9	0.9	0.9	0.9
Total CAR	268.0	247.0	23.3	48.2	74.3

Sources: Company data, Thanachart estimates

We expect higher margin from improved sales mix

General Disclaimers And Disclosures:

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.

This report is prepared by analysts who are employed by the research department of TNS. While the information is from sources believed to be reliable, neither the information nor the forecasts shall be taken as a representation or warranty for which TNS or TCAP or its group companies or any of their employees incur any responsibility. This report is provided to you for informational purposes only and it is not, and is not to be construed as, an offer or an invitation to make an offer to sell or buy any securities. Neither TNS, TCAP nor its group companies accept any liability whatsoever for any direct or consequential loss arising from any use of this report or its contents.

The information and opinions contained herein have been compiled or arrived at from sources believed reliable. However, TNS, TCAP and its group companies make no representation or warranty, express or implied, as to their accuracy or completeness. Expressions of opinion herein are subject to change without notice. The use of any information, forecasts and opinions contained in this report shall be at the sole discretion and risk of the user.

TNS, TCAP and its group companies perform and seek to perform business with companies covered in this report. TNS, TCAP, its group companies, their employees and directors may have positions and financial interest in securities mentioned in this report. TNS, TCAP or its group companies may from time to time perform investment banking or other services for, or solicit investment banking or other business from, any entity mentioned in this report. Therefore, investors should be aware of conflict of interest that may affect the objectivity of this report.

Note: Thanachart Securities Public Company Limited act as a Market Maker and Derivative Warrants Issuer. At present, TNS has issued 78 Derivative Warrants which are AMAT16C2206A , AOT16C2204A , AOT16C2206A , AWC16C2207A , BAM16C2204A , BAM16C2206A , BAM16C2207A , BANP16C2204A , BANP16C2205A , BANP16C2207A , BBL16C2204A , BCH16C2207A , BEC16C2204A , BEC16C2207A , BGRI16C2205A , BLA16C2208A, BLA16C2205A , CBG16C2204A , CBG16C2205A , CBG16C2207A , CHG16C2207A , COM716C2208A, COM716C2205A , CPAL16C2204A , CPF16C2205A , CRC16C2204A , DOHO16C2207A , EA16C2205A , EA16C2206A , EA16C2207A , GPSC16C2205A , GPSC16C2206A , GPSC16C2207A , GULF16C2205A , GULF16C2207A , GUNK16C2205A , GUNK16C2206A , GUNK16C2207A , HANA16C2204A , HANA16C2205A , HANA16C2207A , INTU16C2205A , IRPC16C2205A , IVL16C2206A , JMAR16C2205A , JMAR16C2206A , JMT16C2205A , JMT16C2207A , KBAN16C2208A, KBAN16C2204A , KBAN16C2206A , KCE16C2208A, KCE16C2204A , KCE16C2205A , KCE16C2205B , MEGA16C2207A , MINT16C2204A , MINT16C2207A , MTC16C2204A , OR16C2205A , PTT16C2205A , PTTG16C2207A , RCL16C2205A , RS16C2205A , S5016C2206A , S5016P2206A , S5016P2206B , SAWA16C2204A , SAWA16C2205A , SCC16C2204A , STEC16C2204A , SYNE16C2206A , TOP16C2206A , TRUE16C2205A , TRUE16C2205B , TTA16C2207A , TU16C2204A , WHA16C2204A (underlying securities are AMATA , AOT , AWC , BAM , BANPU , BBL , BCH , BEC , BGRIM , BLA , CBG , CHG , COM7 , CPALL , CPF , CRC , DOHOME , EA , GPSC , GULF , GUNKUL , HANA , INTUCH , IRPC , IVL , JMART , JMT , KBANK , KCE , MEGA , MINT , MTC , OR , PTT , PTTGC , RCL , RS , SAWAD , SCC , SET50 , STEC , SYNEX , TOP , TRUE , TTA , TU , WHA). before making investment decisions.

Note: Our major shareholder TCAP (Thanachart Capital Pcl) which holding 50.96% of Thanachart Securities and also TCAP holding 100% of Thanachart SPV1 Co. Ltd. TCAP and Thanachart SPV1 Co. Ltd has stake in THANI for 60% and being the major shareholder of THANI.

Note: Thanachart Capital Public Company Limited (TCAP), TMBThanachart Bank Public Company Limited (TTB), are related companies to Thanachart Securities Public Company Limited (TNS). Thanachart Securities Pcl is a subsidiary of Thanachart Capital Pcl (TCAP) which holds 23% of the shareholding in TMBThanachart Bank Pcl.

Thanachart Capital Public Company Limited (TCAP), Ratchthani Leasing Public Company Limited (THANI), MBK PUBLIC COMPANY LIMITED (MBK) and PATUM RICE MILL AND GRANARY PUBLIC COMPANY LIMITED (PRG) are related companies to Thanachart Securities Public Company Limited (TNS) . Since TNS covers those securities in research report, consequently TNS incurs conflicts of interest.

Disclosure of Interest of Thanachart Securities**Investment Banking Relationship**

Within the preceding 12 months, Thanachart Securities has lead-managed public offerings and/or secondary offerings (excluding straight bonds) of the securities of the following companies: SCG Packaging Pcl (SCGP TB)

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.

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

Pimpaka Nichgaroon, CFA

Head of Research

Tel: 662-779-9199

pimpaka.nic@thanachartsec.co.th

Pattarawan Wangmingmat

Senior Technical Analyst

Tel: 662-779-9105

pattarawan.wan@thanachartsec.co.th

Phannarai Tiypittayarut

Property, Retail

Tel: 662-779-9109

phannarai.von@thanachartsec.co.th

Sarachada Sornsong

Bank, Finance

Tel: 662-779-9106

sarachada.sor@thanachartsec.co.th

Witchanan Tambamroong

Technical Analyst

Tel: 662-779-9123

witchanan.tam@thanachartsec.co.th

Adisak Phupiphathirungul, CFA

Retail Market Strategy

Tel: 662-779-9120

adisak.phu@thanachartsec.co.th

Nuttapop Prasitsuksant

Telecom, Utilities

Tel: 662-483-8296

nuttapop.pra@thanachartsec.co.th

Rata Limsuthiwanpoom

Auto, Industrial Estate, Media, Prop. Fund

Tel: 662-483-8297

rata.lim@thanachartsec.co.th

Siriporn Arunothai

Small Cap, Healthcare, Hotel

Tel: 662-779-9113

siriporn.aru@thanachartsec.co.th

Sittichet Rungrassameephat

Analyst, Quantitative

Tel: 662-483-8303

sittichet.run@thanachartsec.co.th

Chak Reungsinpinya

Thematic Research, Paper

Tel: 662-779-9104

chak.reu@thanachartsec.co.th

Pattadol Bunnak

Electronics, Food & Beverage, Shipping

Tel: 662-483-8298

pattadol.bun@thanachartsec.co.th

Saksid Phadthanarak

Construction, Transportation

Tel: 662-779-9112

saksid.pha@thanachartsec.co.th

Yupapan Polpornprasert

Energy, Petrochemical

Tel: 662-779-9110

yupapan.pol@thanachartsec.co.th

Thaloengsak Kucharoenpaisan

Analyst, Retail Market

Tel: 662-483-8304

thaloengsak.kuc@thanachartsec.co.th