



ขอบธุรกิจประกันชีวิตมากกว่าธุรกิจประกันวินาศภัย

กิตติมา สัตยพันธ์, CFA
นักวิเคราะห์การลงทุนปัจจัยพื้นฐาน
ด้านหลักทรัพย์
0-2949-1003
kittima.sattayapan@scb.co.th

- การอนุญาตให้นำเบี้ยประกันสุขภาพมาหักลดหย่อนภาษีได้ส่งผลเล็กน้อย โดย THRE จะได้รับประโยชน์มากที่สุด
- **BLA:** เราคาดว่าเบี้ยประกันรับเติบโตในอัตราที่ชะลอตัวลงอย่างต่อเนื่อง และมีความเสี่ยงที่ผลตอบแทนพันธบัตรจะกลับมาปรับตัวลดลงในช่วงครึ่งหลังปี 60 อย่างไรก็ดี หลังจากปี 2560 บริษัทจะได้รับประโยชน์จากผลตอบแทนพันธบัตรที่มีแนวโน้มปรับตัวเพิ่มขึ้นในระยะยาว
- **THREL:** เราคาดว่ากำไรช่วงครึ่งหลังปี 60 จะเติบโตดี YoY โดยเกิดจาก: 1) combined ratio ที่ปรับตัวดีขึ้น YoY, 2) กำไรพิเศษจากการขายเงินลงทุนในบริษัทในเครือ, และ 3) เบี้ยประกันรับที่เติบโตเพิ่มขึ้น
- **THRE:** แม้เราคาดว่า combined ratio ที่ปรับตัวดีขึ้นจะช่วยสนับสนุนให้กำไรฟื้นตัวในช่วงครึ่งหลังปี 60 และเบี้ยประกันรับจะเติบโตในปี 2561 แต่หุ้น THRE ยังแพง
- เราชอบ THREL กับ BLA มากกว่า THRE เพราะ valuation น่าสนใจมากกว่า และกำไรมีแนวโน้มฟื้นตัวชัดเจนมากกว่า

กรม.เห็นชอบนำเบี้ยประกันสุขภาพหักลดหย่อนภาษีได้ เมื่อวานนี้ กรม.มีมติเห็นชอบมาตรการภาษีเพื่อส่งเสริมการประกันสุขภาพโดยผู้ซื้อประกันสุขภาพกับบริษัทประกันชีวิตหรือประกันวินาศภัยในประเทศตั้งแต่วันที่ 1 ม.ค. 60 เป็นต้นไป สามารถนำค่าใช้จ่ายตามจำนวนที่จ่ายจริงไม่เกิน 15,000 บาทมาลดหย่อนภาษีได้ โดยที่ค่าใช้จ่ายดังกล่าวเมื่อนำมารวมกับค่าลดหย่อนในการทำประกันชีวิตจะต้องมีวงเงินไม่เกิน 100,000 บาท ผลกระทบจะมีน้อยมาก เนื่องจากเบี้ยประกันชีวิตสูงสุดที่สามารถนำมาหักลดหย่อนภาษีได้ไม่ได้เปลี่ยนแปลงที่ 100,000 บาท เพียงแต่อนุญาตให้รวมเบี้ยประกันสุขภาพไม่เกิน 15,000 บาทเข้ามาด้วยเท่านั้น THRE จะได้รับประโยชน์มากที่สุด ในจำนวนบริษัทประกัน 3 บริษัทที่อยู่ภายใต้การวิเคราะห์ของเรา เบี้ยประกันสุขภาพคิดเป็นสัดส่วนประมาณ 20% ของเบี้ยประกันรับทั้งหมดของ THRE, 13-14% สำหรับ THREL, และ 1-2% สำหรับ BLA

BLA: เบี้ยประกันรับเติบโตในอัตราชะลอตัวพร้อมกับการกลับมาของความเสียหายจากผลตอบแทนพันธบัตรที่ลดลง เราคาดว่าเบี้ยประกันรับสุทธิของ BLA จะอยู่ในระดับทรงตัวต่อเนื่องในช่วงครึ่งหลังปี 60 เพราะจะมีกรมธรรม์ที่ครบอายุมากขึ้น HoH การเติบโตของเบี้ยประกันรับสุทธิจะถูกจูงรั้งโดยกรมธรรม์ครบอายุ ซึ่งจะเพิ่มขึ้นจาก 3 พันล้านบาทในปี 2559 สู่ปีละ 6-7 พันล้านบาทในปี 2560 (หลักๆ เกิดขึ้นในช่วงครึ่งหลังปี 60) และปี 2561 และ 1.0 หมื่นล้านบาทในปี 2562 เราคาดว่าผลตอบแทนพันธบัตรระยะยาวที่ฟื้นตัวดีขึ้นจะทำให้บริษัทสามารถตั้งสำรองกรมธรรม์ประกันชีวิตลดลง แต่จะส่งผลกระทบต่อกำไรจากเงินลงทุน และยังไม่มีมากพอที่จะช่วยสนับสนุนให้ผลตอบแทนจากการลงทุนในตราสารหนี้ปรับตัวเพิ่มขึ้น เราคาดว่าอัตราการตั้งสำรองกรมธรรม์ประกันชีวิตของ BLA จะเพิ่มขึ้น HoH จาก 55% ในช่วงครึ่งแรกปี 60 สู่ 60% ในช่วงครึ่งหลังปี 60 หลังจากผลตอบแทนพันธบัตรระยะยาวเริ่มปรับตัวลดลงในช่วง 8 เดือนแรกปี 60 (-0.23% YTD สำหรับผลตอบแทนพันธบัตรรัฐบาลอายุ 10 ปี) เราคาดว่า ROI จะลดลงในช่วงครึ่งหลังปี 60 โดยเกิดจากกำไรจากเงินลงทุนที่ลดลง และผลตอบแทนจากการลงทุนในตราสารหนี้ที่ลดลงอย่างต่อเนื่อง อย่างไรก็ดี หลังจากปี 2560 เราคาดว่า BLA จะได้รับประโยชน์จากผลตอบแทนพันธบัตรที่มีแนวโน้มปรับตัวเพิ่มขึ้นในระยะยาว

THREL: คาดกำไรช่วงครึ่งหลังปี 60 เติบโตแข็งแกร่ง YoY เราคาดว่ากำไรของ THREL จะเติบโตอย่างแข็งแกร่งถึง 111% YoY ในช่วงครึ่งหลังปี 60 โดยได้รับปัจจัยหนุนจาก: 1) combined ratio ที่คาดว่าจะลดลงอย่างมาก YoY จาก 94% ในช่วงครึ่งหลังปี 59 สู่ 85% ในช่วงครึ่งหลังปี 60 กลับสู่ระดับปกติ, 2) กำไรพิเศษ 37 ล้านบาทจากการขายหุ้นที่บริษัทถืออยู่ 20% ใน บริษัท อีเอ็มซีเอส ไทย จำกัด, และ 3) เบี้ยประกันรับที่เติบโตเพิ่มขึ้นเล็กน้อยจาก 7% YoY ในช่วงครึ่งแรกปี 60 สู่ 8% ในปี 2560

THRE: อ่อนแอทุกด้าน ผลประกอบการช่วงครึ่งแรกปี 60 ของ THRE ออกมาไม่ดีอย่างที่หวัง เพราะรายได้จากการรับประกันภัยต่อลดลง 14% YoY, combined ratio สูงผิดปกติที่ 106% โดยเกิดจากการเรียกร้องค่าสินไหมทดแทนความเสียหายที่เกิดขึ้นต่อทรัพย์สินเพิ่มขึ้น และขาดทุนพิเศษจากเงินลงทุนใน THREL ที่เกิดจากการโอนเงินลงทุนใน THREL ซึ่งเดิมถูกจัดประเภทเป็นเงินลงทุนในหลักทรัพย์เมื่อขายไปเป็นเงินลงทุนในหลักทรัพย์เพื่อค่า เราคาดว่ากำไรฟื้นตัวในช่วงครึ่งหลังปี 60 โดยเกิดจาก combined ratio ที่ปรับตัวดีขึ้น แต่กำไรยังคงอ่อนแอไปในปี 2561 เราคาดว่าเบี้ยประกันรับสุทธิจะลดลง 5% ในปี 2560 (เทียบกับ -14% YoY ในช่วงครึ่งแรกปี 60) ต่อจากนั้นจะกลับมาฟื้นตัวเพิ่มขึ้น 10% ในปี 2561 โดยได้รับปัจจัยหนุนจากการอนุญาตให้นำเบี้ยประกันชีวิตมาลดหย่อนภาษีได้ และการขยายธุรกิจไปยังประเทศเวียดนาม, กัมพูชา, และลาว โดยคาดว่าตลาดเหล่านี้จะเริ่มสร้างรายได้เข้ามาในไตรมาส 4/60

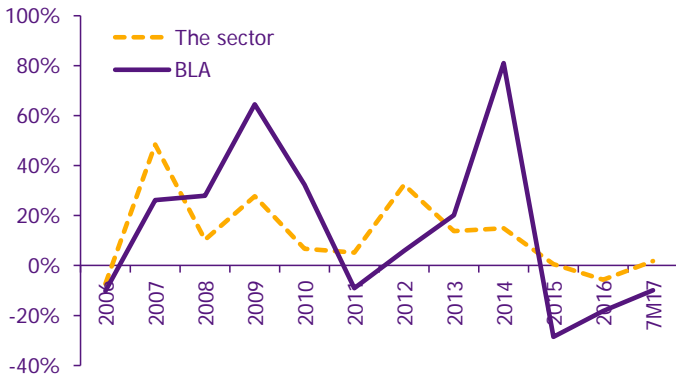
ชอบ THREL กับ BLA มากกว่า THRE เราชอบ THREL กับ BLA มากกว่า THRE เพราะ valuation น่าสนใจมากกว่า และกำไรมีแนวโน้มฟื้นตัวชัดเจนมากกว่า ราคาหุ้นที่ปรับตัวลดลง 13-15% YTD ทั้ง ๆ ที่กำไรมีแนวโน้มฟื้นตัวต่อเนื่อง ส่งผลทำให้ราคาหุ้น BLA และ THRE ต่ำกว่ามูลค่าตามปัจจัยพื้นฐาน

Valuation Summary

	Rating	Price (Bt/Sh)	Target (Bt/Sh)	ETR (%)	P/E (x)			EPS growth (%)			P/BV (x)			ROE (%)			Div. Yield (%)		
					16A	17F	18F	16A	17F	18F	16A	17F	18F	16A	17F	18F	16A	17F	18F
BLA	Buy	45.00	50.0	12.8	15.0	14.9	14.6	24	1	2	2.3	2.1	1.9	17	15	13	1.3	1.7	1.7
THRE	Sell	1.79	1.5	(14.5)	27.2	37.8	23.8	(53)	(28)	59	1.4	1.5	1.5	5	4	6	8.4	1.7	2.1
THREL	Buy	9.15	10.0	15.3	17.1	12.0	12.0	(17)	42	1	4.2	3.6	3.3	25	32	29	4.4	6.0	6.0
Average					19.8	21.6	16.8	(15)	5	20	2.6	2.4	2.2	16	17	16	4.7	3.1	3.3

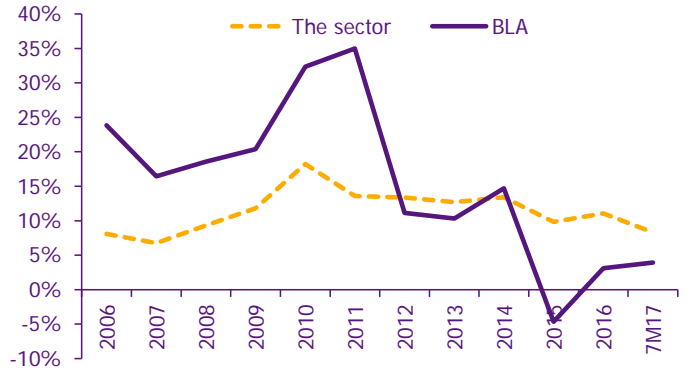
Source: SCBS Investment Research

Figure 1: New business premium growth



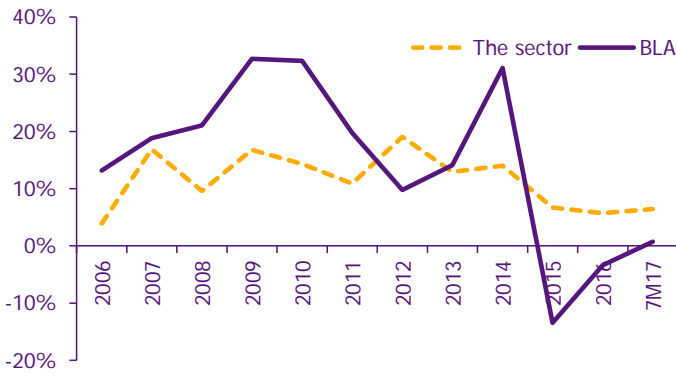
Source: The Thai Life Assurance Association and SCBS Investment Research

Figure 2: Renewal premium growth



Source: Thai BMA and SCBS Investment Research

Figure 3: Total premium growth



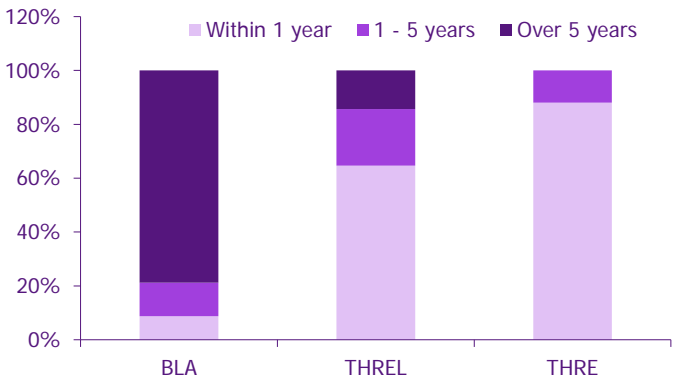
Source: The Thai Life Assurance Association and SCBS Investment Research

Figure 4: Government bond yield



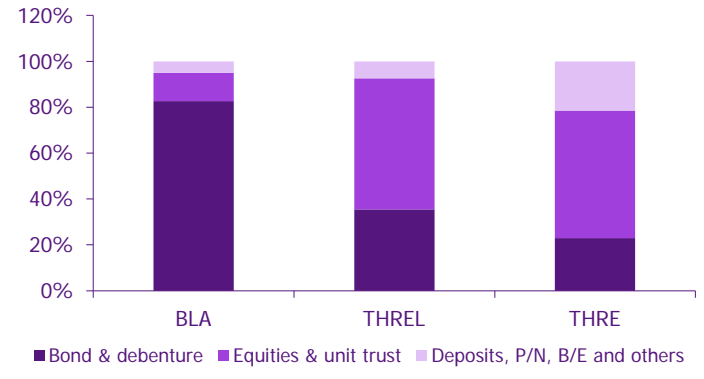
Source: Thai BMA and SCBS Investment Research

Figure 5: Investment in debt securities by maturity



Source: BLA, THRE, THREL and SCBS Investment Research

Figure 6: Investment portfolio



Source: BLA, THRE, THREL and SCBS Investment Research

ข้อจำกัดความรับผิดชอบ (Disclaimer)

บริษัทหลักทรัพย์ไทยพาณิชย์ จำกัด ("SCBS") ทำหน้าที่เป็นผู้ดูแลตลาด (Market Maker) และผู้ออกใบสำคัญแสดงสิทธิอนุพันธ์ (Derivative Warrants) ในกลุ่มบริษัทของ AAV, ADVANC, AMATA, ANAN, AOT, AP, BA, BANPU, BBL, BCH, BCP, BCPG, BDMS, BEAUTY, BEC, BEM, BH, BIG, BJC, BLA, BLAND, BPP, BTS, CBG, CENTEL, CHG, CK, CKP, COM7, CPALL, CPF, CPN, DELTA, DTAC, EA, EGCO, EPG, ERW, GFPT, GLOBAL, GLOW, GPSC, GUNKUL, HANA, HMPRO, ICHI, INTUCH, IRPC, ITD, IVL, KBANK, KCE, KKP, KTB, KTC, LH, LHBANK, LPN, MAJOR, MEGA, MINT, MTL, PLANB, PSH, PTG, PTL, PTT, PTTEP, PTTC, QH, RATCH, ROBINS, S, SAMART, SAWAD, SCC, SCCC, SGP, SIRI, SPALI, SPCG, SPRC, STEC, STPI, SUPER, SVI, TASCO, TCAP, THAI, THANI, THCOM, TISCO, TKN, TMB, TOP, TPIPL, TRUE, TTA, TTCL, TU, TVO, UNIQ, VGI, WHA, WORK

นักลงทุนควรศึกษารายละเอียดในหนังสือชี้ชวนของใบสำคัญแสดงสิทธิอนุพันธ์ดังกล่าวอย่างรอบคอบก่อนตัดสินใจลงทุน ทั้งนี้ ความเห็น ช่าง เทวัญ เทวฤทธิ์ รักษาค่า ความ การคาดการณ์ การประเมิน และ/หรือ ข้อมูลอื่นที่ระบุในเอกสารฉบับนี้ ("ข้อมูล") มีวัตถุประสงค์เพื่อใช้เป็นข้อมูลทั่วไปเท่านั้น และไม่อาจนำไปตีความว่า เป็นการให้คำแนะนำแก่บุคคลใด ๆ หรือเป็นการเสนอซื้อ หรือเสนอขาย หรือชักชวนให้เสนอซื้อหรือเสนอขายซึ่งหลักทรัพย์ โดย SCBS และ/หรือกรรมการ พนักงาน ลูกจ้าง และตัวแทนของ SCBS จะไม่รับผิดชอบต่อความเสียหายใด ๆ ทั้งความเสียหายทางตรง ความเสียหายทางอ้อม ความเสียหายจากการพดลสันดา ความเสียหายพิเศษ หรือความเสียหายที่เป็นผลสืบเนื่อง อันมีเหตุมาจากการใช้หรือการเชื่อถือในข้อมูลดังกล่าว ซึ่งรวมถึงแต่ไม่จำกัดเพียงการสูญเสียผลกำไร นักลงทุนพึงใช้ข้อมูลในเอกสารฉบับนี้ประกอบร่วมกับข้อมูลและความเห็นอื่น ๆ รวมถึงวิจารณ์งานของตนเองก่อนในการตัดสินใจลงทุน โดยข้อมูลในเอกสารฉบับนี้ได้รับมาจากแหล่งข้อมูลที่ SCBS เห็นว่าน่าเชื่อถือ ซึ่ง SCBS ไม่สามารถรับรองถึงความถูกต้อง ความสมบูรณ์ และ/หรือ ความครบถ้วนของข้อมูลดังกล่าวได้

SCBS สงวนสิทธิในการใช้ลิขสิทธิ์แต่เพียงผู้เดียวในการเก็บพื้นที่ข้อมูลเป็นครั้งแรกโดยไม่ต้องออกค่า ทั้งนี้ เอกสารฉบับนี้จัดส่งให้เฉพาะบุคคลตามที่กำหนดไว้เท่านั้น และห้ามมิให้มีการทำซ้ำ ตัดแปลง เผยแพร่ ขาย จ้างนาย พิมพ์ซ้ำ ส่งต่อ หรือลอกเลียนแบบในเชิงพาณิชย์ไม่ว่าในลักษณะใด ๆ เว้นแต่จะได้รับอนุญาตเป็นลายลักษณ์อักษรจาก SCBS ก่อน