BUY (Unchanged) | **TP: Bt 60.00** (From: Bt 65.00) | **11 DECEMBER 2015**

Change in Numbers | **Upside : 19.4%**

Bangkok Life Assurance (BLA TB)

กลับสู่โหมดเดิม

เราคาดว่าแผนของ BLA ที่จะกลับมาเร่งขายประกันสะสมทรัพย์ระยะสั้นและกลางเพื่อจะเอาส่วนแบ่งตลาดที่เสียไปกลับมาจะส่งผลร้ายกับแนวโน้มกำไรในระยะสั้นเนื่องจากอัตราส่วนเงินสำรองที่สูงกว่า แต่เราก็ยังเชื่อว่ากำไร ได้ผ่านจุดต่ำสุดไปแล้ว และ BLA น่าจะได้ประโยชน์จากทิศทางของ bond yield ที่ดีขึ้น ยังคงแนะนำ "ซื้อ" ราคาเป้าหมาย 60 บาท

SARACHADA SORNSONG
662 – 617 4900
sarachada.sor@thanachartsec.co.th

CHATCHAWIN LERTAPIRUK
Assistant Analyst
chatchawin.ler@thanachartsec.co.th

เร่งขายประกันสะสมทรัพย์เพื่อดึงส่วนแบ่งตลาดกลับมา

หลังจากที่หล่นมาอยู่อันดับหกด้วยส่วนแบ่งตลาด 8.2% ผู้บริหารของ BLA อยากเห็นบริษัทจะกลับไปอยู่ในห้าอันดับแรกอีกครั้ง โดย BLA ได้เริ่มขายประกันสะสมทรัพย์ระยะสั้นและกลางใน 4Q15 และวางแผนจะขายเพิ่มอีกเพื่อตอบรับกับความต้องการของลูกค้าและตัวแทนขาย ถึงแม้เราคาดว่าบริษัทจะมีอัตราการเติบโตของเบี้ยรับสูงในปี 2016 แต่เรามองว่านี้จะเป็นปัจจัยกดดันอัตรากำไรของ BLA และถึงแม้เราจะเห็นความพยายามของ BLA ที่จะเพิ่มสัดส่วนของสินค้าที่มีอัตรากำไรสูง โดย 9M15 ที่ผ่านมาเราเห็นสัดส่วนของสินค้าประกันชีวิต (เช่น แบบตลอดชีพ) เพิ่มขึ้นเป็น 14% จาก 12% ในปี 2014 แต่เรามองว่าการขายประกันสะสมทรัพย์ระยะสั้นและกลางที่เป็นเชิงรุกมาขึ้นจะมาพร้อมกับค่าใช้จ่ายสำรองที่มากขึ้น เราคาดว่าอัตราส่วนของสำรองต่อเบี้ยรับจะสูงถึง 75% ใน 4Q15 (เทียบกับ 62% ใน 9M15 แบบไม่รวมสำรองพิเศษ) และประมาณ 70% ใน 2016 ซึ่งเราเชื่อว่าอัตราส่วนเงินจ่ายผลประโยชน์จริงก็จะยังคงอยู่ในระดับสูงที่ 32-36% ใน 2015-16F (เทียบกับ 25% ในปี 2014) เนื่องจากการเวนคืนกรมธรรม์และกรมธรรม์ที่หมดอายุมีมากขึ้น

เราเห็นความเสี่ยงจากสำรองพิเศษน้อยลง

ผู้ตรวจสอบบัญชีของ BLA ไม่อนุญาตให้บริษัทใช้ best-estimate yields เป็น discount rate สำหรับการคำนวณเงินสำรองประกันชีวิต ดังนั้น BLA ก็ยังต้องใช้อัตราผลตอบแทนพันธบัตรรัฐบาลแบบไม่จ่ายดอกเบี้ย (zero-coupon bond yield) เป็น discount rate ต่อไป ซึ่งนั้นก็หมายถึงกำไรของ BLA ที่จะยังคงขึ้นลงตามการเคลื่อนไหวของอัตราดอกเบี้ย ซึ่งด้วย bond yield ที่ปรับตัวลงมา 17bps จาก 3.06% ใน 2Q15 BLA ต้องบันทึกสำรองพิเศษจำนวน 2.3 พันลบ. และทำให้บริษัทขาดทุน 785 ลบ. ใน 3Q15 เทียบกับกำไรสุทธิ 1.8 พันลบ. ใน 2Q15 แต่ทั้งนี้ทั้งนั้นเราก็ยังมองเห็นความเสี่ยงจากสำรองพิเศษน้อยลงตั้งแต่ 4Q15 เป็นต้นไป เนื่องจาก bond yield ที่อยู่ในระดับใกล้เคียงกับใน 3Q15 ที่ 2.7-2.8% ซึ่งมีโอกาสที่จะปรับตัวสูงขึ้นภายในเดือนนี้ด้วย อย่างไรก็ตามเราไม่ได้รวมสมมติฐานการดึงสำรองพิเศษกลับในโมเดลของเรา แต่เราคาดว่าทุกๆ 10 bps ที่เพิ่มขึ้นของ zero-coupon yields เฉลี่ยแบบถ่วงน้ำหนัก 8 ไตรมาสย้อนหลังจะทำให้บริษัทดึงสำรองกลับ 1.2-1.3 พันลบ. และตั้งสำรองเพิ่มในทางกลับกัน

ปรับตัวเลขกำไร

ถึงแม้ว่าเราจะยังคงมองอัตราการเติบโตที่แข็งแกร่งสำหรับเบี้ยประกันรับ แต่เราก็ยังปรับลดประมาณการกำไร 20% โดยเฉลี่ยในปี 2016-18 เพื่อสะท้อน 1) เงินสำรองที่สูงกว่าที่เราคาดไว้ และ 2) อัตราส่วนเงินจ่ายผลประโยชน์จริงที่สูงขึ้น โดยการปรับลดกำไรครั้งนี้ก็ทำให้เราลดราคาเป้าหมาย 12 เดือนด้วยวิธี DDM ไป 8% เหลือ 60 บาท/หุ้น

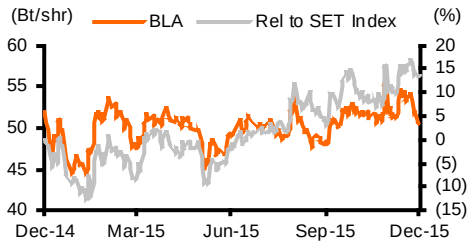
ผ่านจุดต่ำสุดมาแล้ว ยังคงคำแนะนำ "ซื้อ"

เรามองเห็นสัญญาณของ BLA ที่เริ่มออกนอกเส้นทางการขายสินค้าที่มีคุณภาพและอัตรากำไรสูง และหันกลับมาใช้ประกันสะสมทรัพย์ที่มีอัตราการทำกำไรต่ำเพื่อเร่งยอดขาย แต่ถึงแม้ว่าเราจะมองว่าการดำเนินงานแย่กว่าเดิมเล็กน้อย แต่เราเชื่อว่ากำไรของ BLA ได้ผ่านจุดต่ำสุดมาแล้ว และเราเชื่อว่ามูลค่าปัจจุบันก็ไม่แพงเกินไปที่ P/BV 3.0x ในปี 2016F ดังนั้นเราจึงยังคงคำแนะนำ "ซื้อ"

COMPANY VALUATION

Y/E Dec (Bt m)	2014A	2015F	2016F	2017F
Insurance premium	51,172	42,806	49,382	56,196
Profit from operation	3,245	1,536	4,315	6,792
Net profit	2,662	1,194	3,475	5,536
Consensus NP	—	3,168	4,238	5,493
Diff frm cons (%)	—	*(62.3)*	*(18.0)*	*0.8*
Norm profit	2,662	1,194	3,475	5,536
Prev. Norm profit	—	4,339	5,747	6,624
Chg frm prev (%)	—	*(72.5)*	*(39.5)*	*(16.4)*
Norm EPS (Bt)	1.8	0.7	2.0	3.3
Norm EPS growth (%)	(49.5)	(61.5)	191.2	59.3
Norm PE (x)	27.6	71.7	24.6	15.5
P/BV (x)	3.3	3.3	3.0	2.6
Div. yield (%)	1.0	0.6	1.2	1.9
ROE (%)	11.1	4.6	12.7	18.1
ROA (%)	1.4	0.5	1.3	1.8

PRICE PERFORMANCE



COMPANY INFORMATION

Price: (Bt) *as of* 9-Dec-15	50.25
Market Cap (US$ m)	2,380.9
Listed Shares (m shares)	1,703.8
Free Float (%)	41.6
Avg. Daily Turnover (US$ m)	1.2
12M Price H/L (Bt)	55.25/44.50
Sector	Insurance
Major Shareholder	Sophonpanich Family 37%

Sources: Bloomberg, Company data, Thanachart estimates

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

Thanachart Securities

Ex 1: 2014 Life Insurance Market Share (Total Premiums)

Total premiums (all types of premium): 2014 market share			
Company	**Bt m**	**Share (%)**	**y-y (%)**
A.I.A	114,783	22.8	3.8
Muang Thai Life (MTL)	75,234	14.9	24.9
Thai Life Insurance (TLI)	63,060	12.5	14.6
Bangkok Life (BLA)	51,810	10.3	32.6
Krungthai-Axa Life (KTAL)	48,877	9.7	29.6
Siam Commercial New York Life (SCBLife)	48,621	9.7	6.9
Ayudhya Allianz C.P. (AZAY)	26,958	5.4	7.4
Prudential Life (PLT)	15,458	3.1	50.4
FWD Life (FWD)	14,671	2.9	7.5
Ocean Life (OLIC)	14,115	2.8	8.6
Industry	**262,834**	**100.0**	**13.8**

Sources: Company data, Office of Insurance Commission (OIC)

Ex 2: 9M15 Life Insurance Market Share (Total Premiums)

Total premiums (all types of premium): 9M15 market share			
Company	**Bt m**	**Share (%)**	**y-y (%)**
A.I.A	84,119	21.5	4.0
Muang Thai Life (MTL)	65,664	16.8	14.3
Thai Life Insurance (TLI)	45,973	11.8	7.1
Siam Commercial New York Life (SCBLife)	42,747	10.9	15.9
Krungthai-Axa Life (KTAL)	40,297	10.3	15.4
Bangkok Life (BLA)	31,853	8.2	(28.1)
Ayudhya Allianz C.P. (AZAY)	20,506	5.3	6.9
Prudential Life (PLT)	12,463	3.2	10.3
FWD Life (FWD)	11,337	2.9	15.3
Ocean Life (OLIC)	10,143	2.6	(3.6)
Industry	**390,903**	**100.0**	**4.6**

Sources: Company data, Office of Insurance Commission (OIC)

Ex 3: First Year Premium (FYP) Policy Mix

Proportion (%)	2013	2014	9M15
Endowment	73.42	84.09	65.87
Life protection	23.89	14.20	29.53
Group employee	2.22	1.39	3.9
Others	0.47	0.33	0.7
Total	**100**	**100**	**100**

Source: Company data

Ex 4: Total Premium (TP) Policy Mix

Proportion (%)	2013	2014	9M15
Endowment	82.67	85.47	82.74
Life protection	14.36	12.06	13.76
Group employee	2.66	2.19	3.16
Others	0.32	0.27	0.35
Total	**100**	**100**	**100**

Source: Company data

Ex 5: NPV vs GPV Method Valuation Assumptions

Valuation Assumptions

NPV
(lock-in assumptions)

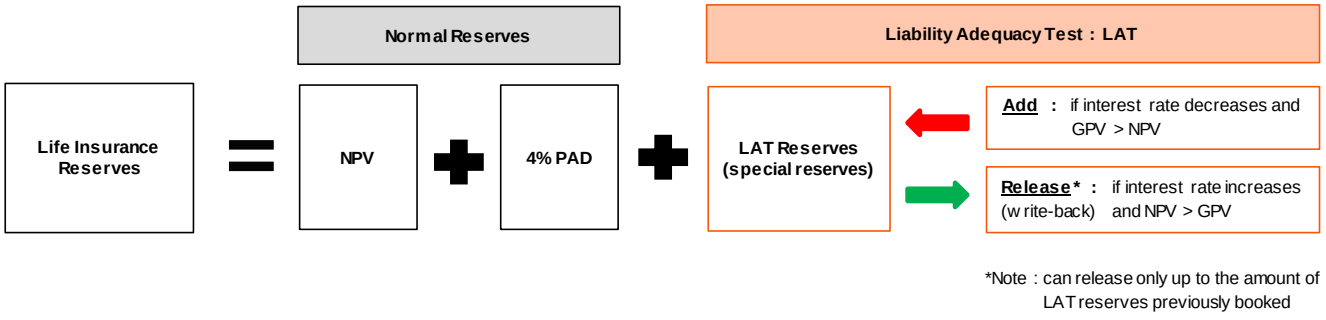
- **Mortality rate** : Same mortality table used to calculate premiums
- **Discount rate** : Not higher than the discount rate (interest rate) used to calculate premiums

GPV
(current, updated assumptions)

- **Mortality rate, Expenses, Lapse rate** : Best-estimate assumptions from actual experience (current)
- **Discount rate** : Weighted average of zero-coupon government bond yields in the past 8 quarters, or the stated yields at the end of the quarter, w hichever is higher.

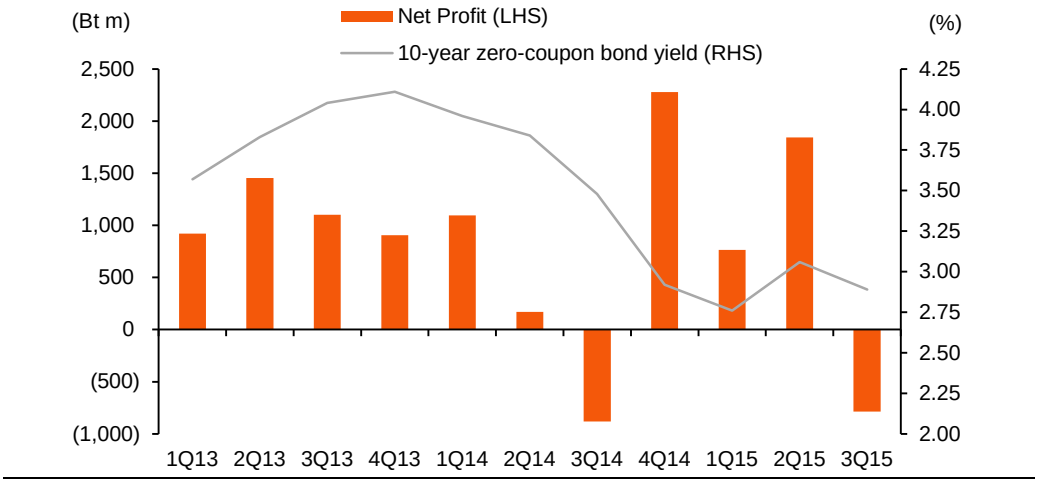
Source: Company data

Ex 6: BLA's Policy for Life Insurance Reserve Accounting



Source: Company data

Ex 7: BLA's Quarterly Earnings Are Sensitive To Movements In Bond Yield



Sources: Company data, Thai Bond Market Association (ThaiBMA)

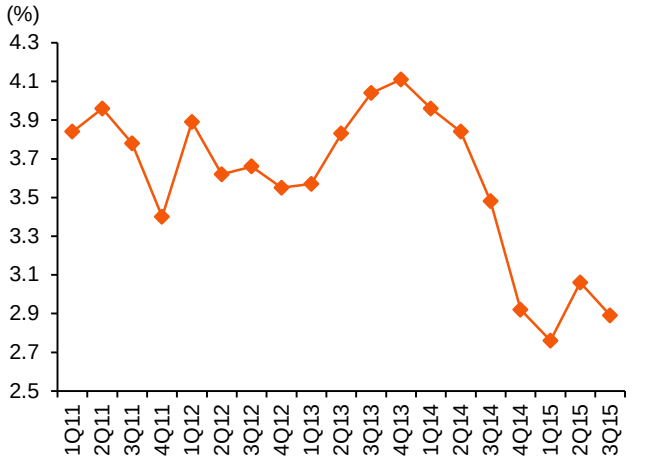
Ex 8: Weighted Average Zero-Coupon Bond Yields

TTM: 10 years	Yield (%)	Weighted average yield (%)	Change (%)	Special reserves
1Q14	3.96	3.87	(0.06)	(400)
2Q14	3.84	3.83	(0.04)	(1,450)
3Q14	3.48	3.66	(0.17)	(2,248)
4Q14*	2.92	3.37	(0.29)	798
1Q15	2.76	3.24	(0.13)	(1,319)
2Q15	3.06	3.32	0.08	1,319
3Q15	2.89	3.16	(0.16)	(2,284)

Note: *BLA revised better-than-expected assumptions at year-end that resulted in a decrease in reserves under the GPV method despite the interest rate drop

Sources: Thai Bond Market Association (ThaiBMA), Thanachart estimates

Ex 9: Thai Government 10-year Zero-Coupon Bond Yields



Source: Thai Bond Market Association (ThaiBMA)

Ex 10: Changes in Key Assumptions

	2015F	2016F	2017F	2018F
Insurance premiums (Bt m)				
New	42,806	49,382	56,196	64,843
Old	43,051	48,654	56,139	65,953
Change (%)	*(0.6)*	*1.5*	*0.1*	*(1.7)*
Reserves ratio (% of total premiums)				
New	66.0	70.0	67.5	67.0
Old	65.0	65.0	65.0	64.5
Change (%)	*1.0*	*5.0*	*2.5*	*2.5*
Benefit payment ratio (% of total premiums)				
New	36.0	32.0	30.0	28.0
Old	32.5	30.0	28.0	27.0
Change (%)	*3.5*	*2.0*	*2.0*	*1.0*
Commission and brokerage ratio (% of total premiums)				
New	6.8	6.0	7.0	7.0
Old	6.0	6.5	7.0	7.0
Change (%)	*0.8*	*(0.5)*	*0.0*	*0.0*
Net profit (Bt m)				
New	1,194	3,475	5,536	7,748
Old	4,339	5,747	6,624	8,150
Change (%)	*(72.5)*	*(39.5)*	*(16.4)*	*(4.9)*

Source: Thanachart estimates

Note: *BLA booked Bt2,284m in special reserves in 3Q15

Ex 11: 12-month DDM-based Valuation

(Bt m)	2016F	2017F	2018F	2019F	2020F	2021F	2022F	2023F	2024F	2025F	Terminal value (2036F)
Dividend of common shares	1,043	1,661	2,324	2,953	3,631	4,216	4,896	6,026	6,808	7,895	37,607
Dividend of preferred shares	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Dividend payment	1,043	1,661	2,324	2,953	3,631	4,216	4,896	6,026	6,808	7,895	37,607

Risk-free rate (%)	4.5%
Market risk premium (%)	7.5%
Beta	1
Cost of equity (%)	12.0%
Terminal growth (%)	4.0%
Equity value (Bt bn)	101,633
No .of shares (m)	1,703
Equity value/ share (Bt)	60

Sources: Company data, Thanachart estimates

Valuation Comparison

Ex 12: Valuation Comparison With Regional Peers

			EPS growth		— PE —		— P/BV —		– ROE –		— Div. Yield —	
Name	**BBG Code**	**Country**	**15F**	**16F**	**15F**	**16F**	**15F**	**16F**	**15F**	**16F**	**15F**	**16F**
			(%)	**(%)**	**(x)**	**(x)**	**(x)**	**(x)**	**(%)**	**(%)**	**(%)**	**(%)**
China Life Insurance	601628 CH	China	37.3	9.5	18.0	16.4	2.4	2.2	15.0	14.6	1.7	1.9
China Pacific Insurance	601601 CH	China	48.4	4.1	15.0	14.4	1.9	1.7	12.8	12.7	2.2	2.4
Ping An Insurance Group	601318 CH	China	28.8	10.0	10.8	9.9	1.7	1.4	17.2	15.8	1.4	1.6
China Life Insurance	2628 HK	Hong Kong	37.3	6.1	16.1	15.1	2.2	2.0	14.8	13.8	1.9	2.1
Ping An Insurance Group	2318 HK	Hong Kong	23.6	5.1	14.0	13.3	2.2	1.9	15.9	15.4	1.1	1.2
LPI Capital	LPI MK	Malaysia	(10.2)	(1.0)	19.5	19.7	2.9	2.8	13.9	12.9	3.6	3.7
Dongbu Insurance	005830 KS	South Korea	(3.4)	14.9	10.2	8.9	1.2	1.1	12.3	12.9	2.5	2.9
Hyundai Marine & Fire	001450 KS	South Korea	27.6	16.4	8.9	7.6	1.0	0.9	11.8	12.4	2.6	3.0
LIG Insurance	002550 KS	South Korea	(4.8)	84.3	11.0	6.0	0.8	0.7	8.1	12.9	2.1	3.0
Meritz Fire & Marine	000060 KS	South Korea	36.6	16.3	9.9	8.5	1.1	1.0	11.0	12.0	3.0	3.5
Samsung Fire & Marine	000810 KS	South Korea	(0.7)	15.5	16.5	14.3	1.3	1.2	8.9	10.0	1.8	2.0
Cathay Financial Holding	2882 TT	Taiwan	18.6	(13.5)	9.2	10.6	1.2	1.1	13.2	10.7	4.8	4.5
China Life Insurance	2823 TT	Taiwan	46.7	(14.6)	9.2	10.8	1.2	1.1	12.7	9.8	2.1	1.8
Shin Kong Financial	2888 TT	Taiwan	18.2	21.1	8.7	7.2	0.6	0.5	6.8	7.9	1.0	1.3
Bangkok Life Assurance	BLA TB*	Thailand	(61.5)	191.2	71.7	24.6	3.3	3.0	4.6	12.7	0.6	1.2
Thai Reinsurance	THRE TB	Thailand	na	33.3	17.9	13.4	1.7	1.6	12.0	12.0	1.9	2.2
Thaire Life Assurance	THREL TB*	Thailand	19.8	13.9	16.8	14.8	5.8	5.3	35.8	37.2	4.5	5.1
Average			**16.4**	**24.3**	**16.7**	**12.7**	**1.9**	**1.7**	**13.3**	**13.9**	**2.3**	**2.6**

Source: Bloomberg

Note: * Thanachart estimates , using Thanachart normalized EPS

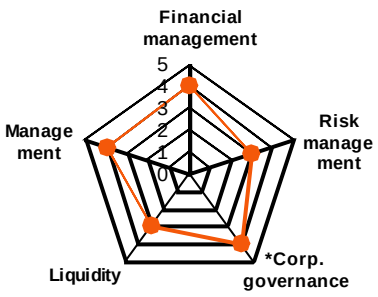
Based on 9 Oct 2015 closing prices

COMPANY DESCRIPTION

กรุงเทพประกันชีวิตมีธุรกิจหลักคือการขายประกันชีวิต โดยมีการขายประกัน 2 ประเภทหลักคือประกันแบบสามัญและประกันแบบกลุ่ม โดยผู้ถือหุ้นใหญ่กลุ่มหนึ่งและเป็นพันธมิตรทางการค้าคือธนาคารกรุงเทพจำกัด มหาชนและบริษัท นิปปอน ประกันชีวิต ซึ่งตั้งอยู่ที่ประเทศญี่ปุ่น

Source: Thanachart

COMPANY RATING



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

Source: Thanachart; *CG Awards

THANACHART'S SWOT ANALYSIS

S — Strength

- การที่มีพันธมิตรเป็นบริษัท นิปปอน ประกันชีวิต ช่วยในการทำธุรกิจ
- ความสามารถในการขายประกันตามสาขาของธนาคารกรุงเทพ

W — Weakness

- จำนวนตัวแทนขายที่ลดต่ำลง
- การที่บริษัทไม่สามารถที่จะขายแบบประกันชีวิตที่มีอัตรากำไรสูงได้
- มีอัตรา CAR ต่ำที่สุดในผู้เล่นรายใหญ่
- พึ่งพาการขายผ่านช่องทางธนาคารมากเกินไป

O — Opportunity

- อยู่ในอุตสาหกรรมที่มีการเติบโตที่ดีและยังเติบโตได้อีก
- โอกาสการควบรวมกิจการในอนาคต

T — Threat

- การเข้ามาของ RBC ช่วงที่ 2 ที่อาจจะส่งผลลบต่อ BLA
- การเปลี่ยนแปลงกฎเกณฑ์ต่างๆที่อาจจะทำให้ BLA ต้องตั้งสำรองสูงขึ้น
- ความผันผวนของอัตราดอกเบี้ยในตลาด

CONSENSUS COMPARISON

	Consensus	Thanachart	Diff
Target price (Bt)	50.98	60.00	18%
Net profit 15F (Bt m)	3,168	1,194	-62%
Net profit 16F (Bt m)	4,238	3,475	-18%
Consensus REC	**BUY: 5**	**HOLD: 6**	**SELL: 4**

HOW ARE WE DIFFERENT FROM THE STREET?

- เราคาดว่าประมาณการกำไรปี 2016F ของเราต่ำกว่าตลาด 18% เนื่องจากสมมติฐานเงินสำรองประกันชีวิต และเงินจ่ายผลประโยชน์จริงที่สูงกว่า
- อย่างไรก็ตาม เรายังคงมุมมองบวกต่อการเติบโตของกำไรในระยะยาว จากการที่ BLA เพิ่มสัดส่วนสินค้าที่มีอัตรากำไรสูงขึ้น ราคาเป้าหมายของเราสูงกว่าตลาดอยู่ 18% ส่วนหนึ่งมาจากการเลื่อนฐานปีในโมเดลของเราไปเป็นปี 2016

Sources: Bloomberg consensus, Thanachart estimates

RISKS TO OUR INVESTMENT CASE

- ความผันผวนของภาวะดอกเบี้ยที่จะทำให้ BLA อาจต้องมีการตั้งสำรองพิเศษ
- การเปลี่ยนโครงสร้างของรูปแบบกรมธรรม์ที่อาจไม่เป็นตามที่เราคาด ส่งผลให้ BLA อาจมีการตั้งสำรองสูงกว่าที่เราคาด

Source: Thanachart

Premiums growth should continue to be strong due to growing life insurance market

We expect investments to continue to grow moderately

INCOME STATEMENT

FY ending Dec (Bt m)	2013A	2014A	2015F	2016F	2017F
Insurance premium	38,795	51,172	42,806	49,382	56,196
Less Life policy reserve	25,357	40,818	30,950	34,567	37,932
Net insurance premium	**13,438**	**10,354**	**11,856**	**14,815**	**18,264**
% of life policy reserve	28.4%	28.8%	20.5%	20.3%	20.0%
Underwriting expenses	13,939	15,531	20,097	21,086	23,715
Profit from insurance	**(501)**	**(5,177)**	**(8,241)**	**(6,272)**	**(5,451)**
Revenue on investment	7,601	10,255	11,665	12,787	14,766
Others	39	48	43	49	56
Non-underwriting Income	**7,640**	**10,303**	**11,708**	**12,836**	**14,823**
% of total income	107.0%	201.0%	337.7%	195.5%	158.2%
Total Income	7,139	5,126	3,467	6,565	9,372
Operating Expenses	1,720	1,881	1,931	2,249	2,579
Profit from operation	5,419	3,245	1,536	4,315	6,792
Obligation expenses	**108**	**137**	**115**	**178**	**202**
Pre-tax Profit	5,311	3,108	1,421	4,137	6,590
Income Tax	**930**	**446**	**227**	**662**	**1,054**
After Tax Profit	4,381	2,662	1,194	3,475	5,536
Equity Income	0	0	0	0	0
Minority Interest	0	0	0	0	0
Extraordinary Items	0	0	0	0	0
NET PROFIT	**4,381**	**2,662**	**1,194**	**3,475**	**5,536**
Normalized Profit	**4,381**	**2,662**	**1,194**	**3,475**	**5,536**
EPS (Bt)	3.6	1.8	0.7	2.0	3.3
Normalized EPS (Bt)	3.6	1.8	0.7	2.0	3.3

BALANCE SHEET

FY ending Dec (Bt m)	2013A	2014A	2015F	2016F	2017F
ASSETS:					
Liquid Items	**5,823**	**10,541**	**8,464**	**8,451**	**8,177**
cash & cash equivalents	1,331	5,708	2,500	1,500	200
accrued investment income	1,863	2,344	2,756	3,219	3,676
Securities under resale agreement	1,840	1,725	2,569	2,995	3,463
Investments	161,637	198,238	230,858	267,245	308,298
Net loans	**3,526**	**4,735**	**6,359**	**7,009**	**8,103**
Gross and accrued interest	3,526	4,735	6,359	7,009	8,103
Provisions for doubtful	0	0	0	0	0
Fixed assets - net	327	389	466	496	524
Other assets	482	1,687	1,141	2,161	3,084
Total assets	**171,795**	**215,590**	**247,288**	**285,362**	**328,186**
LIABILITIES:					
Liquid Items	**1,657**	**879**	**572**	**1,107**	**1,597**
Securities sold under repurchase	950	0	0	0	0
Income tax payable	257	500	254	741	1,180
Amount due to reinsurer	450	380	318	366	417
Life policy reserve	136,616	177,435	208,384	242,952	280,884
Other liabilities	2,522	2,685	2,766	2,849	2,934
Total liabilities	**149,532**	**190,013**	**221,050**	**256,691**	**295,641**
Minority interest	0	0	0	0	0
Shareholders' equity	**22,264**	**25,576**	**26,238**	**28,671**	**32,546**
Preferred capital	0	0	0	0	0
Paid-in capital	1,212	1,698	1,703	1,703	1,703
Share premium	2,846	2,988	2,988	2,988	2,988
Surplus/ Others	4,459	5,642	5,642	5,642	5,642
Retained earnings	13,747	15,248	15,905	18,338	22,213
Liabilities & equity	**171,795**	**215,590**	**247,288**	**285,362**	**328,186**

Sources: Company data, Thanachart estimates

BLA's valuation is not too demanding at 3.0x P/BV

VALUATION

FY ending Dec	2013A	2014A	2015F	2016F	2017F
Normalized PE (x)	13.9	27.6	71.7	24.6	15.5
Normalized PE - at target price (x)	16.6	32.9	85.6	29.4	18.5
PE (x)	13.9	27.6	71.7	24.6	15.5
PE - at target price (x)	16.6	32.9	85.6	29.4	18.5
P/PPP (x)	11.3	22.6	55.7	19.8	12.6
P/PPP - at target price (x)	13.4	27.0	66.5	23.7	15.0
P/BV (x)	2.7	3.3	3.3	3.0	2.6
P/BV - at target price (x)	3.3	4.0	3.9	3.6	3.1
Dividend yield (%)	1.8	1.0	0.6	1.2	1.9
Market cap / total premium (x)	2.2	1.7	2.0	1.7	1.5
Market cap / life policy reserve (x)	0.6	0.5	0.4	0.4	0.3
(Bt)					
Normalized EPS	3.6	1.8	0.7	2.0	3.3
EPS	3.6	1.8	0.7	2.0	3.3
DPS	0.9	0.5	0.3	0.6	1.0
PPP/Share	4.5	2.2	0.9	2.5	4.0
BV/share	18.4	15.1	15.4	16.8	19.1

We expect higher reserves and benefit payment to pressure underwriting profit

FINANCIAL RATIOS

FY ending Dec	2013A	2014A	2015F	2016F	2017F
Growth Rate					
Net premium written (%)	13.7	31.9	(16.3)	15.4	13.8
Life policy reserves (%)	10.9	61.0	(24.2)	11.7	9.7
Underwriting expenses (%)	25.6	11.4	29.4	4.9	12.5
Insurance profits (%)	na	na	na	na	na
Net profit (%)	17.6	(39.2)	(55.2)	191.2	59.3
Normalized profit growth (%)	17.6	(39.2)	(55.2)	191.2	59.3
EPS (%)	16.8	(49.5)	(61.5)	191.2	59.3
Normalized EPS (%)	16.8	(49.5)	(61.5)	191.2	59.3
Dividend payout ratio (%)	25.2	32.5	45.0	30.0	30.0
Total FYP (%)	20.2	81.0	(44.1)	41.4	16.7
Total premium (%)	12.8	32.6	(16.2)	15.4	13.8
Total investment assets (%)	20.0	22.9	16.9	15.6	15.4
Total assets (%)	19.7	25.5	14.7	15.4	15.0
Total equity (%)	14.4	14.9	2.6	9.3	13.5
Operating Ratios (%)					
Profit on underwriting to net earned prem.	(1.3)	(10.1)	(19.3)	(12.7)	(9.7)
Underwriting exp. to net earned premium	101.3	110.1	119.3	112.7	109.7
Investment yield (ROI)	5.0	5.6	5.3	5.0	5.0
Net profit margin	9.4	4.3	2.2	5.6	7.8
ROE	21.0	11.1	4.6	12.7	18.1
Loss ratio	28.0	24.2	39.0	35.5	34.0
Expense ratio	1.0	0.7	1.2	1.2	1.2
Commission ratio	7.0	5.5	6.8	6.0	7.0
ROA	2.8	1.4	0.5	1.3	1.8
ROE	21.0	11.1	4.6	12.7	18.1
D/E (x)	6.7	7.4	8.4	9.0	9.1
Policy reserve to capital fund (x)	6.1	6.9	7.9	8.5	8.6
Insurance contract liab. to invest. asset (x)	0.9	0.9	0.9	0.9	0.9
Total CAR	268.0	247.0	286.7	271.5	268.0

Sources: Company data, Thanachart estimates