

กรุงเทพประกันชีวิต

BLA TB / BLA.BK

14 พฤษภาคม 2556

ปรับเพิ่มราคาเป้าหมาย

ประเด็นการลงทุน

จากแนวโน้มเบี้ยประกันปีแรกในไตรมาส 1/56 ที่แข็งแกร่ง เราเชื่อว่า BLA จะสามารถเติบโตได้สูงกว่าเป้าหมายเบี้ยประกันรวมปี 2556 ที่ตั้งไว้ที่ 18% (เทียบกับคาดการณ์การเติบโตของอุตสาหกรรมประกันชีวิตที่ 15%) เรายังคาดว่า การตั้งสำรองสำหรับเงินสำรองประกันภัยในช่วง 9 เดือนที่เหลือ จะอยู่ในระดับปกติที่ 65-68% ของเบี้ยประกันรวม ลดลงจาก 76.3% ในไตรมาส 1/56 ประมาณการกำไรปี 2556 ของเราอยู่ที่ 4.7 พันล้านบาท เพิ่มขึ้น 43% YoY

มูลค่าการสร้างธุรกิจใหม่ (VNB) ของ BLA ในปี 2555 อยู่ที่ 1.9 พันล้านบาท (1.59 บาทต่อหุ้น) สูงกว่าที่เราคาดการณ์ไว้ 13.5% (เราตั้งสมมติฐานมูลค่าธุรกิจใหม่ต่อหุ้นปี 2555 ไว้ที่ 1.40 บาท) ดังนั้นเราจึงปรับเพิ่มสมมติฐานมูลค่าการสร้างธุรกิจใหม่ปี 2556 ของเราขึ้นอีก 8% มาอยู่ที่ 2.1 พันล้านบาท (มูลค่าธุรกิจใหม่ต่อหุ้นปี 2556 อยู่ที่ 1.79 บาท) เนื่องจากสมมติฐานมูลค่าการสร้างธุรกิจใหม่ปี 2556 ที่สูงขึ้น เราจึงปรับเพิ่มราคาเป้าหมาย ณ สิ้นปี 2556 ขึ้น 5% เป็น 84 บาท อ้างอิงจากการประเมินมูลค่าธุรกิจปัจจุบัน (embedded value) ณ สิ้นปี 2556 ที่ 30.30 บาทต่อหุ้น และมูลค่าการสร้างธุรกิจใหม่รวมที่ 53.70 บาท เราคงคำแนะนำซื้อ

เน้นไปที่ผลิตภัณฑ์ที่มีกำไรสูง

BLA วางแผนที่จะเปลี่ยนไปเน้นที่ผลิตภัณฑ์ที่มีกำไรสูง เช่น ประกันชีวิตตลอดชีพ และการรับประกันชีวิตที่มาจากประกันภัย (สินเชื่อรถยนต์สินเชื่อบ้าน) หลังจากผลักดันประกันชีวิตสะสมทรัพย์ระยะสั้น (Gain 1st 236 และ Gain 1st 245) ในไตรมาส 4/55 ถึงไตรมาส 1/56 ดังนั้นเราคาดว่า เบี้ยประกันปีแรกและเบี้ยประกันรวมในไตรมาส 2/56 จะลดลง QoQ อย่างไรก็ตาม เราคาดว่า การเติบโตของอุตสาหกรรมปี 2556 จะต่ำกว่าไตรมาส 21% เทียบกับการเติบโตของอุตสาหกรรมที่ 15% (เป้าหมายของบริษัทอยู่ที่ 18%) ให้สังเกตว่า BLA รายงานเบี้ยประกันรับปีแรกไตรมาส 1/56 นำประทับใจที่ 190% และเบี้ยประกันรับรวมไตรมาส 1/56 โต 47%

การตั้งสำรองที่มีแนวโน้มลดลง

ไตรมาส 1/56 บริษัทเน้นที่ประกันชีวิตสะสมทรัพย์ (ผลิตภัณฑ์ที่มีกำไรต่ำ) ทำให้ BLA ต้องตั้งสำรองในระดับสูง (รวมความเสี่ยงของความผันผวนของอัตราดอกเบี้ย) สำหรับเงินสำรองประกันชีวิตของบริษัท เท่ากับ 76.3% ของรายได้เบี้ยประกันรับรวม ผู้บริหารคงเป้าหมายการตั้งสำรองลงอยู่ในช่วง 65-68% (เราตั้งสมมติฐานไว้ที่ 67%) เพิ่มขึ้นจาก 65.4% ในปี 2555 จะเห็นได้ว่าอัตราส่วนการตั้งสำรองลดลงมากจากการเปลี่ยนไปเน้นที่ผลิตภัณฑ์ที่มีกำไรสูง (ประกันชีวิตตลอดชีพ และประกันชีวิตที่เกี่ยวข้องกับสินเชื่อ) ตั้งแต่ไตรมาส 2/56 เป็นต้นไป

อัตราผลตอบแทนจากการลงทุนปี 2556 สูงกว่า 5%

เราคำนวณอัตราผลตอบแทนจากการลงทุนไตรมาส 1/56 ออกมาอยู่ที่ 5.2% เพิ่มขึ้นจาก 4.7% ในไตรมาส 4/55 ส่วนใหญ่เนื่องจากกำไรจากการลงทุนที่เพิ่มขึ้นและพอร์ตการลงทุนที่โตเร็ว เราประมาณการอัตราผลตอบแทนจากการลงทุนปี 2556 ที่ 5.4% เพิ่มขึ้นจาก 5.1% ในปี 2555 ให้สังเกตว่า BLA ตั้งสมมติฐานว่าอัตราดอกเบี้ยนโยบายของรพท. จะยังคงอยู่ที่ 2.75% ไปตลอดปีนี้

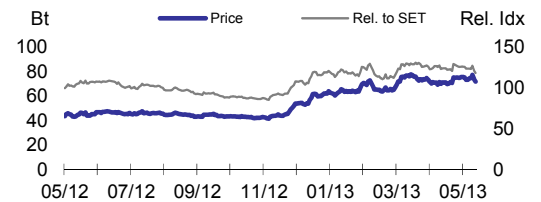
Sector: Insurance Overweight

คำแนะนำพื้นฐาน: ซื้อ

เป้าหมายพื้นฐาน: 84.00 บาท

ราคา (13/05/13): 72.00 บาท

Price chart

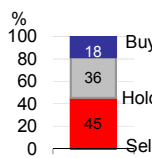


| Share price perf. (%) | 1M | 3M | 12M |
|-----------------------|-------|-----|------|
| Relative to SET | (3.5) | 4.0 | 25.8 |
| Absolute | 2.9 | 9.9 | 64.6 |

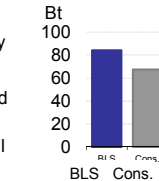
Key statistics

| | | |
|-------------------------|---------------|----------|
| Market cap | Bt87.2bn | USD2.9bn |
| 12-mth price range | Bt41.5/Bt79.3 | |
| 12-mth avg daily volume | Bt85m | USD2.9m |
| # of shares (m) | 1,211 | |
| Est. free float (%) | 34.6 | |
| Foreign limit (%) | 25.0 | |

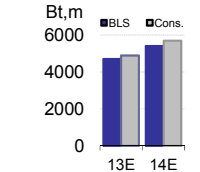
Consensus rating



BLS Target price vs. Consensus



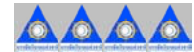
BLS earnings vs. Consensus



Financial summary

| FY Ended 31 Dec | 2012 | 2013E | 2014E | 2015E |
|------------------------|--------|--------|--------|--------|
| Total rev (Btm) | 40,332 | 48,689 | 52,093 | 56,110 |
| Net profit (Btm) | 3,284 | 4,700 | 5,400 | 5,800 |
| Fully diluted EPS (Bt) | 2.73 | 3.90 | 4.48 | 4.81 |
| EPS growth (%) | -4.3% | +43.1% | +14.9% | +7.4% |
| PER (x) | 26.4 | 18.5 | 16.1 | 15.0 |
| EV/EBITDA (x) | 10.0 | 10.9 | 8.5 | 7.5 |
| PBV (x) | 4.34 | 3.85 | 3.20 | 2.69 |
| Dividend (Bt) | 0.70 | 0.90 | 1.00 | 1.10 |
| ROA (%) | 2.3 | 2.8 | 2.8 | 2.5 |
| Net gearing (x) | 6.1 | 6.3 | 6.0 | 6.0 |
| Total loss ratio (%) | 5.5 | 6.5 | 6.0 | 5.3 |
| Total premium Mkt (%) | 8.9 | 9.2 | 9.2 | 9.2 |

CG rating



สุวัฒน์ บารุงชาติอุดม

+662 618 1000

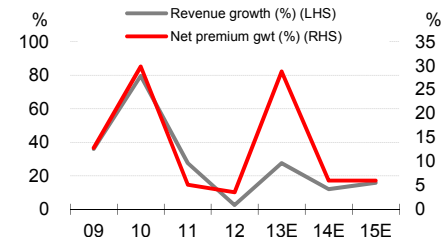
มูลค่าการสร้างธุรกิจใหม่ปี 2555 ที่ดีขึ้น ทำให้ราคาเป้าหมายปี 2556 ขึ้น

การรายงานมูลค่าการสร้างธุรกิจใหม่ปี 2555 ที่ 1.9 พันล้านบาท สูงกว่าประมาณการของเราถึง 13.5% ดังนั้นเราจึงปรับเพิ่มสมมติฐานมูลค่าการสร้างธุรกิจใหม่ปี 2556 ขึ้น 8% เป็น 2.1 พันล้านบาท (มูลค่าการสร้างธุรกิจใหม่ต่อหุ้นอยู่ที่ 1.79 บาท) สมมติฐานมูลค่าการสร้างธุรกิจใหม่ปี 2556 ที่สูงขึ้น ส่งผลให้ราคาเป้าหมาย ณ สิ้นปี 2556 ของเราเพิ่มขึ้น 5% มาอยู่ที่ 84 บาท อ้างอิงจากการประเมินมูลค่าธุรกิจปัจจุบันที่ 30.3 บาท/หุ้นและมูลค่าการสร้างธุรกิจใหม่รวม 53.7 บาทต่อหุ้น

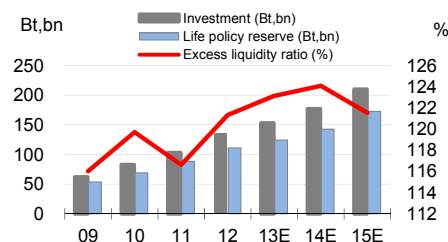
BLA : Financial Tables – Year

| PROFIT & LOSS (Btm) | 2011 | 2012 | 2013E | 2014E | 2015E |
|---------------------------------------------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|
| Insurance premium | 31,067 | 34,128 | 41,406 | 43,890 | 46,523 |
| Less Life policy reserve | (20,197) | (22,873) | (26,914) | (28,529) | (30,240) |
| Net premium | 10,870 | 11,255 | 14,492 | 15,362 | 16,283 |
| Underwriting expenses | (9,728) | (11,094) | (13,732) | (14,555) | (15,429) |
| Profit from insurance | 1,142 | 161 | 760 | 806 | 854 |
| Revenue on investment | 5,024 | 6,204 | 7,283 | 8,203 | 9,586 |
| Other income/exp. | 16 | (28) | 35 | 37 | 39 |
| Net revenue | 6,182 | 6,337 | 8,079 | 9,046 | 10,480 |
| Operating expenses | (1,339) | (1,573) | (2,205) | (2,108) | (3,168) |
| EBIT | 4,842 | 4,764 | 5,874 | 6,938 | 7,312 |
| Minority interest | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| Extra items | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| Income tax | (1,425) | (1,480) | (1,174) | (1,538) | (1,512) |
| Net profit (loss) | 3,417 | 3,284 | 4,700 | 5,400 | 5,800 |
| Reported EPS | 2.85 | 2.73 | 3.90 | 4.48 | 4.81 |
| Fully diluted EPS | 2.85 | 2.73 | 3.90 | 4.48 | 4.81 |
| Core net profit | 3,402 | 3,313 | 4,665 | 5,363 | 5,761 |
| Core EPS | 2.83 | 2.75 | 3.87 | 4.45 | 4.78 |
| EBITDA | 4,938 | 4,860 | 5,970 | 7,034 | 7,408 |
| KEY RATIOS | | | | | |
| Revenue growth (%) | 27.5 | 2.5 | 27.5 | 12.0 | 15.9 |
| Gross margin (%) | 17.1 | 15.7 | 16.6 | 17.4 | 18.7 |
| EBITDA margin (%) | 13.7 | 12.1 | 12.3 | 13.5 | 13.2 |
| Operating margin (%) | 9.4 | 8.2 | 9.6 | 10.3 | 10.3 |
| Net margin (%) | 9.5 | 8.1 | 9.6 | 10.4 | 10.3 |
| Core profit margin (%) | 9.4 | 8.2 | 9.6 | 10.3 | 10.3 |
| ROA (%) | 3.0 | 2.3 | 2.8 | 2.8 | 2.5 |
| ROE (%) | 25.4 | 16.4 | 20.9 | 19.9 | 18.0 |
| Commission/Insurance premium | 9.5 | 8.5 | 10.0 | 10.0 | 10.0 |
| Life policy Provision/insurance premium | 60.0 | 67.0 | 65.0 | 65.0 | 65.0 |
| Cost/income | 36.0 | 35.0 | 34.0 | 34.0 | 34.0 |
| Total Loss ratio (benefit payment/Life poli | 5.6 | 5.5 | 6.5 | 6.0 | 5.3 |
| BALANCE SHEET (Btm) | | | | | |
| Cash & Equivalent | 2,737 | 866 | 3,355 | 3,310 | 3,500 |
| Total investment in securities | 103,082 | 134,979 | 153,000 | 177,000 | 210,067 |
| Total net loans | 2,113 | 2,649 | 5,384 | 6,103 | 6,816 |
| Premises & equipment (Net) | 306 | 305 | 460 | 750 | 770 |
| Other assets | 4,221 | 3,988 | 6,551 | 6,435 | 9,285 |
| Total assets | 112,459 | 142,787 | 168,751 | 193,598 | 230,438 |
| Life policy reserve | 88,386 | 111,259 | 124,261 | 142,661 | 172,835 |
| Unpaid benefit to life policy | 8,354 | 8,787 | 12,520 | 13,887 | 15,335 |
| Premium received in advance | 0 | 0 | 3,625 | 4,015 | 4,500 |
| Other liabilities | 2,288 | 2,768 | 5,817 | 5,888 | 5,520 |
| Total liabilities | 99,028 | 122,814 | 146,223 | 166,450 | 198,191 |
| Paid-up capital | 1,200 | 1,205 | 1,205 | 1,205 | 1,205 |
| Share premium | 2,700 | 2,759 | 2,759 | 2,759 | 2,759 |
| Retained earnings | 9,531 | 15,945 | 18,563 | 23,183 | 28,283 |
| Shareholders equity | 13,431 | 19,973 | 22,528 | 27,148 | 32,248 |
| Minority interests | 0 | 0 | 0 | 0 | 1 |
| Total Liab.&Shareholders' equity | 112,459 | 142,787 | 168,751 | 193,598 | 230,439 |
| CASH FLOW (Btm) | | | | | |
| Net income | 3,417 | 3,284 | 4,700 | 5,400 | 5,800 |
| Depreciation and amortization | 123 | 129 | 136 | 143 | 150 |
| Change in working capital | 19,098 | 22,996 | 27,952 | 29,924 | 31,602 |
| FX, non-cash adjustment & others | 876 | 837 | 804 | 805 | 806 |
| Cash flows from operating activities | 22,638 | 27,247 | 32,788 | 35,466 | 37,552 |
| Capex (Invest)/Divest | (44) | 1 | (155) | (290) | (20) |
| Others | (22,506) | (28,585) | (18,878) | (24,030) | (33,049) |
| Cash flows from investing activities | (22,550) | (28,583) | (19,033) | (24,320) | (33,069) |
| Debt financing (repayment) | 0 | 200 | 0 | 0 | 0 |
| Equity financing | 0 | 100 | 0 | 1 | 2 |
| Dividend payment | (931) | (835) | (840) | (1,080) | (1,200) |
| Others | (22,506) | (28,585) | (18,878) | (24,030) | (33,049) |
| Cash flows from financing activities | (931) | (535) | (840) | (1,078) | (1,196) |
| Net change in cash | (843) | (1,871) | 12,915 | 10,069 | 3,287 |
| Free cash flow (Btm) | 22,594 | 27,249 | 32,633 | 35,176 | 37,532 |
| FCF per share (Bt) | 18.8 | 22.6 | 27.1 | 29.2 | 31.2 |
| Insurance data | | | | | |
| FYP (Btm) | 6,917 | 7,481 | 9,076 | 9,620 | 10,198 |
| RYP (Btm) | 23,278 | 25,175 | 30,543 | 32,376 | 34,319 |
| SP | 1,425 | 1,358 | 1,362 | 1,472 | 1,786 |
| Total premium (Btm) | 31,556 | 34,128 | 41,406 | 43,890 | 46,523 |
| FYP mkt (%) | 7.8 | 9.7 | 8.4 | 7.6 | 7.9 |
| Total premium Mkt (%) | 7.7 | 8.9 | 9.6 | 8.7 | 9.0 |

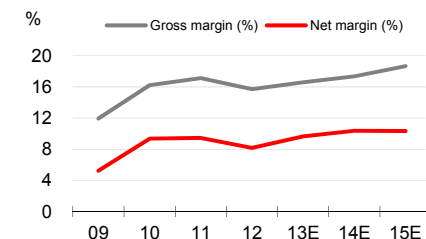
Revenue and net premium growth



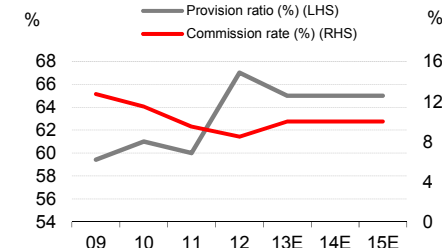
Excess liquidity



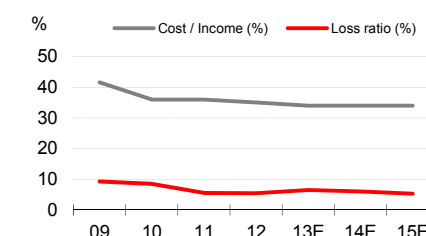
Profit margins



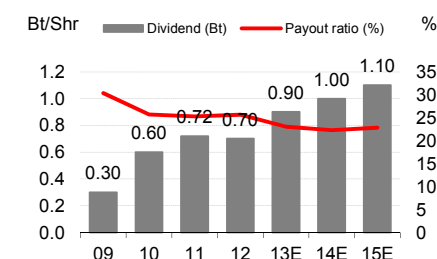
Commission and life policy provision ratios



Cost/Income and Loss ratios



Dividend payout



BLA : Financial Tables – Quarter

| QUARTERLY PROFIT & LOSS (Btm) | 1Q12 | 2Q12 | 3Q12 | 4Q12 | 1Q13 |
|----------------------------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| Net insurance premium revenue | 8,803 | 9,973 | 7,625 | 7,727 | 12,978 |
| Less provision for life policy reserve | 5,755 | 7,061 | 5,097 | 4,960 | 9,903 |
| Revenue realization on premium | 3,048 | 2,912 | 2,528 | 2,767 | 3,075 |
| Underwriting expenses | 2,943 | 2,686 | 2,599 | 2,866 | 3,365 |
| Profit from insurance business | 105 | 226 | (71) | (99) | (290) |
| Net investment income | 1,335 | 1,350 | 1,551 | 1,468 | 1,675 |
| Gain on investment | 185 | 91 | 118 | 94 | 179 |
| Total revenue from investment | 1,520 | 1,441 | 1,669 | 1,561 | 1,854 |
| Other income | 3 | 27 | (26) | (19) | 7 |
| Total revenues | 1,628 | 1,694 | 1,572 | 1,444 | 1,570 |
| Total operating expenses | 344 | 386 | 383 | 461 | 465 |
| Exceptional items | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| EBT | 1,284 | 1,308 | 1,189 | 983 | 1,105 |
| Income tax | 272 | 501 | 345 | 264 | 183 |
| Minority Interest | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| Net profit | 1,012 | 808 | 844 | 719 | 922 |
| EPS | 1 | 1 | 1 | 1 | 1 |
| Core profit before tax | 1,096 | 1,190 | 1,097 | 908 | 919 |
| Core EPS | 1 | 1 | 1 | 1 | 1 |

KEY RATIOS

| | | | | | |
|-----------------------------------|----|----|----|----|----|
| Premium/life policy reserve (%) | 37 | 39 | 29 | 28 | 43 |
| Life policy provision/Premium (%) | 65 | 71 | 67 | 64 | 76 |
| Claim/life policy (%) | 7 | 6 | 6 | 6 | 7 |
| ROI (%) | 5 | 5 | 5 | 5 | 5 |
| Net margin (%) | 10 | 7 | 9 | 8 | 6 |
| Equity/Life policy reserve (%) | 15 | 16 | 16 | 17 | 18 |
| BV (Bt) | 13 | 13 | 15 | 17 | 18 |
| ROE (%) | 30 | 21 | 21 | 16 | 18 |
| ROA (%) | 4 | 3 | 3 | 2 | 3 |
| D/E (x) | 7 | 7 | 7 | 7 | 6 |
| Cost to Income (%) | 21 | 23 | 24 | 32 | 30 |

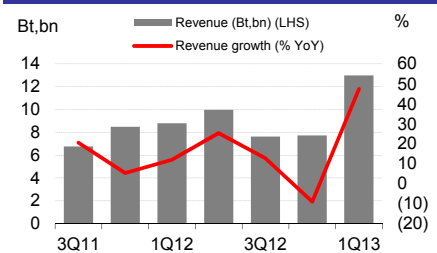
| QUARTERLY BALANCE SHEET (Btm) | 1Q12 | 2Q12 | 3Q12 | 4Q12 | 1Q13 |
|--------------------------------|---------------|---------------|---------------|--------------|---------------|
| Cash & Equivalent | 563 | 1,521 | 2,196 | 866 | 603 |
| Total investment in securities | 114,112 | 120,106 | 125,974 | 134,979 | 146,611 |
| Total net loans | 2,152 | 2,403 | 2,539 | 2,649 | 2,768 |
| Premises & equipment (Net) | 328 | 325 | 318 | 305 | 299 |
| Other assets | 4,727 | 4,886 | 4,308 | 3,988 | 6,890 |
| Total assets | 121,883 | 129,240 | 135,335 | 142,787 | 157,171 |
| Life policy reserve | 94,142 | 101,202 | 106,300 | 111,259 | 121,162 |
| Unpaid benefit to life policy | 385 | 401 | 92 | 8,787 | 99 |
| Premium received in advance | 484 | 452 | 358 | 400 | 504 |
| Other liabilities | 11,741 | 11,112 | 10,684 | 2,368 | 13,587 |
| Total liabilities | 106,753 | 113,167 | 117,434 | 122,814 | 135,352 |
| Paid-up capital | 1,200 | 1,200 | 1,200 | 1,200 | 1,200 |
| Share premium | 2,700 | 2,700 | 2,700 | 2,700 | 2,700 |
| Retained earnings | 7,445 | 7,848 | 8,262 | 8,981 | 10,683 |
| Shareholders equity | 15,130 | 16,073 | 17,901 | 19,973 | 21,819 |
| Minority interests | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |

| Insurance data | 1Q12 | 2Q12 | 3Q12 | 4Q12 | 1Q13 |
|-----------------------|-------|--------|-------|-------|--------|
| FYP (Btm) | 1,427 | 1,039 | 744 | 1,713 | 4,492 |
| RYP (Btm) | 7,298 | 7,314 | 5,774 | 5,488 | 8,305 |
| SP (Btm) | 268 | 1,738 | 1,203 | 668 | 428 |
| Total premium (Btm) | 8,993 | 10,091 | 7,721 | 7,868 | 13,224 |
| FYP+SP mkt (%) | 6.2 | 9.1 | 6.2 | 5.8 | 12.8 |
| Total premium Mkt (%) | 9.9 | 11.0 | 8.1 | 7.0 | 12.1 |

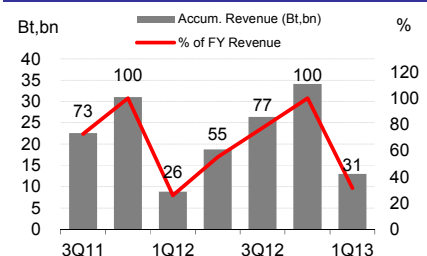
Company profile

Bangkok Life Assurance Plc (BLA) is one of Thailand's largest pure life assurance players and a subsidiary of Bangkok Bank. Its FYP revenue growth is currently about twice the industry average.

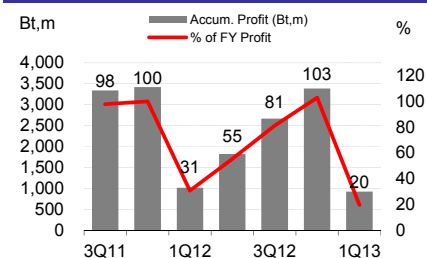
Revenue trend



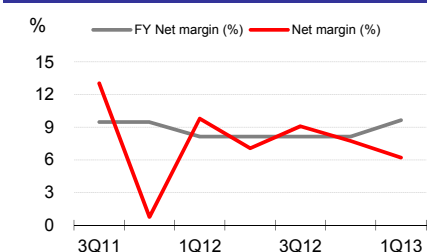
Revenue trend (accumulated)



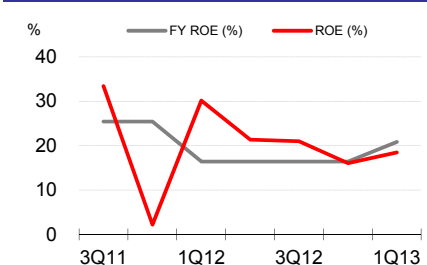
Net profit trend (accumulated)



Net margin



ROE



Outlook

More emphasis on high-margin products in 2Q13 onwards: BLA posted 47% YoY growth in total premiums in 1Q13 (1Q13 FYPs shot up 190% YoY), outpacing the industry growth rate for total premiums of 20% YoY (and FYPs of 40%). The high growth rate was due to a focus on endowment products (low-margin products with short premium payment lives)—Gain1st 263 and Gain1st 245. However, the firm plans to shift emphasis to high-margin products (whole life and credit protection) in 2Q13 onward in order to enhance its long-term profitability. Management reiterates FY13 FYP expansion of 41% and total premium growth of 18%. We forecast FY13 total premium growth of 21% (with FY13 FYP growth of 46.6%).

Provisioning will trend downward: The 1Q13 focus on endowment products (low-margin products) prompted BLA to set heavy provisions (including risk of interest rate fluctuation) for its life policy reserve equal to 76.3% of total premium revenue. Management reiterates a ratio target range of 65-68% (our assumption is 67%), up from 65.4% in FY12. BLA's focus-shift to high-margin products, such as whole life and credit protection (harder to sell than endowment policies), will mean lower provisioning requirements than for sales of endowment policies. Lower provisions will mean higher earnings as a proportion of revenue.

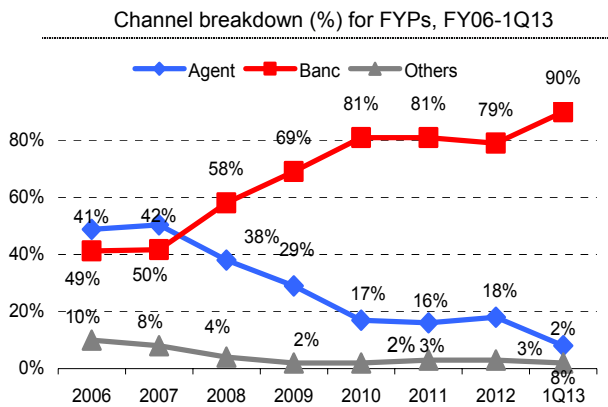
FY13 ROI target > 5%: Management believes that the fast-growing investment portfolio combined with migration to higher yielding assets will support ROI above 5% through FY13. Note that BLA's ROI was 5.2% in 1Q13. We forecast an FY13 ROI of 5.4% (up from 5.1% last year), driven by investment portfolio growth of 15% and a good return on equities investments. Note that its 1Q13 investment gain was Bt179m. We conservatively assume only a Bt300m investment gain for FY13.

Better FY12 VNB prompts target price upgrade: The announced FY12 VNB of 1.9bn beat our number by 13.5%. We, thus, have revised up our FY13 VNB assumption by 8% to Bt2.1bn (VNB/share of Bt1.79). The higher FY13 VNB has prompted us to raise our YE13 target price by 5% to Bt84, pegged to a YE13 embedded value forecast of Bt30.3 and a total VNB of Bt53.7/share.

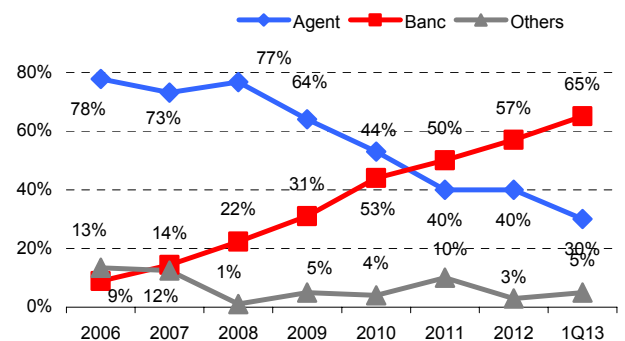
Figure 1: Total life assurance premium market share (%) during FY03-1Q13

| Market share of Total premium (%) | FY03 | FY04 | FY05 | FY06 | FY07 | FY08 | FY09 | FY10 | FY11 | FY12 | 1Q13 |
|--------------------------------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| American International Assurances (AIA) | 46.7 | 45.0 | 42.7 | 41.9 | 38.9 | 37.9 | 33.3 | 31.0 | 28.7 | 26.3 | 23.8 |
| Audhya Allianz C.P Life Plc., (AACP) | 11.1 | 12.2 | 11.8 | 10.6 | 9.5 | 6.5 | 6.1 | 6.2 | 6.3 | 5.8 | 5.2 |
| Thai Life Insurance | 17.0 | 15.1 | 15.6 | 14.1 | 15.2 | 14.4 | 13.7 | 12.4 | 12.2 | 12.5 | 11.1 |
| SCB Life Insurance Plc | 2.0 | 3.9 | 5.2 | 5.8 | 6.0 | 6.8 | 7.5 | 8.3 | 9.2 | 10.7 | 10.2 |
| Muang Thai Life Assurance | 4.4 | 4.8 | 4.9 | 5.8 | 6.8 | 7.7 | 8.3 | 10.0 | 11.5 | 12.5 | 13.6 |
| Bangkok Life Assurance Plc., | 4.9 | 5.8 | 5.5 | 6.0 | 6.1 | 6.7 | 7.7 | 8.9 | 9.6 | 8.9 | 12.1 |
| Krungthai AXA Life Insurance | 0.8 | 1.0 | 1.7 | 2.1 | 2.9 | 4.1 | 4.9 | 6.0 | 6.4 | 7.4 | 7.9 |
| Ocean Life Insurance | 5.3 | 5.0 | 4.8 | 5.1 | 4.6 | 4.3 | 4.1 | 3.9 | 4.0 | 3.8 | 3.1 |
| ING Life Limited | 0.9 | 1.2 | 1.5 | 2.0 | 2.4 | 2.8 | 3.0 | 3.1 | 3.1 | 2.9 | 2.4 |
| Prudential Life Assurance (Thailand) Plc., | 0.7 | 0.6 | 0.6 | 0.7 | 0.9 | 1.1 | 1.2 | 1.2 | 1.3 | 1.4 | 1.6 |
| Thai Cardif Life Assurance | - | 0.1 | 0.2 | 0.4 | 0.7 | 0.6 | 0.6 | 0.6 | 0.5 | 0.6 | 0.5 |
| Generali Life Assurance | 0.2 | 0.2 | 0.2 | 0.3 | 0.5 | 0.5 | 0.6 | 0.5 | 0.6 | 0.5 | 0.7 |
| Finansa Life Assurance | 1.5 | 1.2 | 1.4 | 1.1 | 1.0 | 0.8 | 0.7 | 0.5 | 0.3 | - | 0.2 |
| Siam City Life Assurance | 1.2 | 1.0 | 0.9 | 0.8 | 0.8 | 0.8 | 1.1 | 1.1 | 0.6 | 0.4 | 0.3 |
| ACE Life Assurance | 0.1 | 0.2 | 0.4 | 0.5 | 0.5 | 0.8 | 0.7 | 0.8 | 0.8 | 0.8 | 0.7 |
| Others | 3.2 | 2.7 | 2.6 | 2.8 | 3.2 | 4.2 | 6.6 | 5.5 | 4.9 | 5.5 | 6.6 |
| Total | 100.0 | 100.0 | 100.0 | 100.0 | 100.0 | 100.0 | 100.0 | 100.0 | 100.0 | 100.0 | 100.0 |

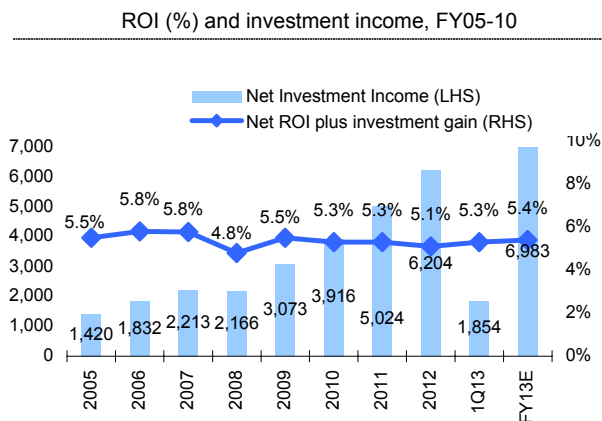
Sources: TLAA and Bualuang estimates

Figure 2: BLA's sales channels, FY06-1Q13


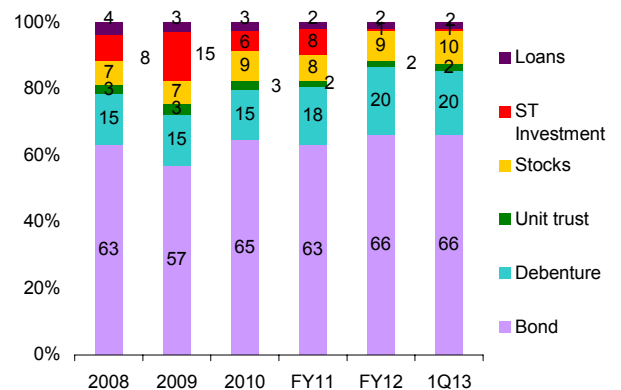
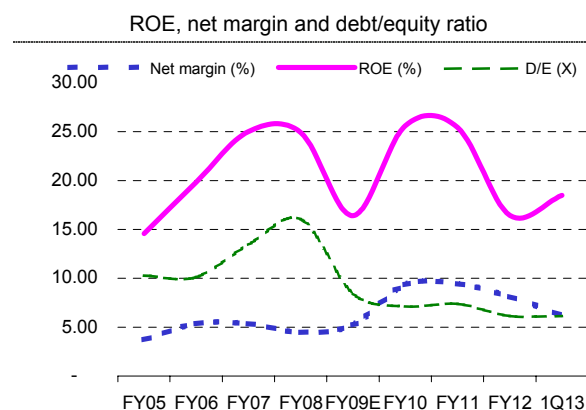
Breakdown for Renewal Year Premiums (%), FY06-1Q13



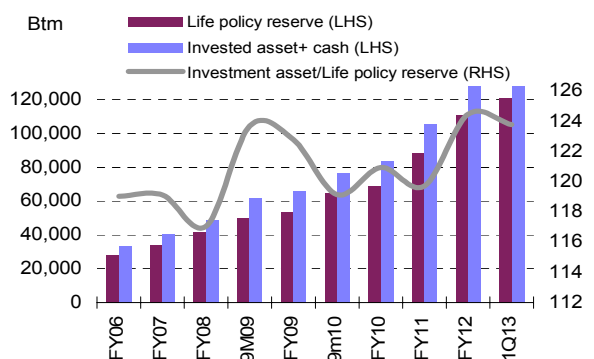
Sources: Company and TLAA

Figure 3: BLA's net investment income (Btm) and net ROI (%), FY05-FY13E and Investment asset breakdown, FY08-1Q13


Investment asset mix (%), YE07-end-March 2013


Figure 4: Net margin (%), ROE (%) and debt/equity ratio, FY05-1Q13, and life policy reserve, and invested assets (Btm)


Life policy reserve and invested assets, FY06-1Q13

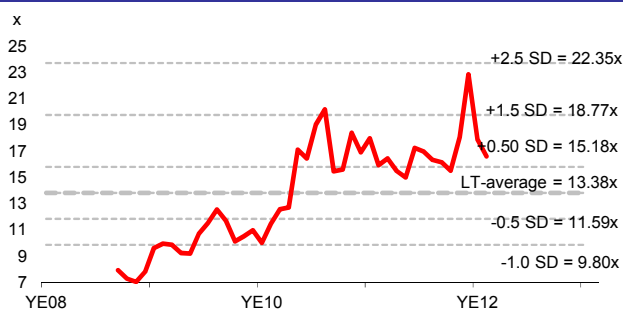


Sources: Company and TLAA

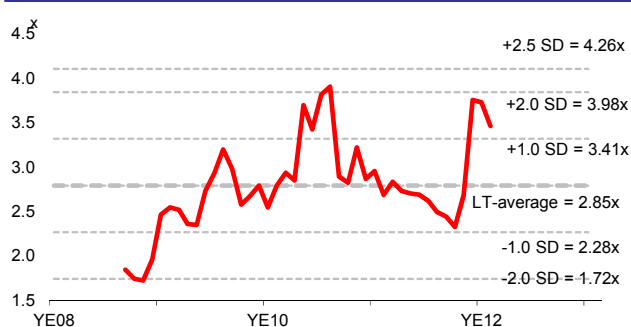
Regional Comparisons

| | Bloomberg | Price | Market Cap | PER (x) | EPS Growth (%) | PBV (x) | ROE (%) | Div Yield (%) | | | | | |
|---------------------------------|-----------|---------------|-------------------|---------|----------------|---------|---------|---------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| | Code | (local curr.) | (US\$ equivalent) | 2013E | 2014E | 2013E | 2014E | 2013E | 2014E | 2013E | 2014E | 2013E | 2014E |
| Ping An Insurance (Group) | 601318 CH | CNY40.2 | 55,873 | 116 | 10.0 | 32.7 | 15.6 | 17 | 15 | 16.6 | 15.9 | 14 | 18 |
| China Life Insurance | 601628 CH | CNY16.7 | 77,018 | 17.5 | 13.8 | 138.7 | 27.9 | 2.0 | 18 | 114 | 12.7 | 15 | 2.1 |
| China Pacific Insurance (Group) | 601601CH | CNY19.2 | 29,665 | 18.7 | 14.8 | 69.8 | 26.8 | 17 | 15 | 9.7 | 10.9 | 2.2 | 2.6 |
| T&D Holdings | 8795 JP | JPY1278.0 | 8,547 | 18.7 | 19.9 | 73.9 | -5.5 | 11 | 10 | 6.3 | 5.5 | 18 | 18 |
| Bangkok Life Assurance | BLA TB | THB72.00 | 2,936 | 18.5 | 16.1 | 43.1 | 14.9 | 3.9 | 3.2 | 20.9 | 19.9 | 13 | 14 |
| Simple average | | | | 17.0 | 14.9 | 71.7 | 15.9 | 2.1 | 1.8 | 13.0 | 13.0 | 1.6 | 1.9 |

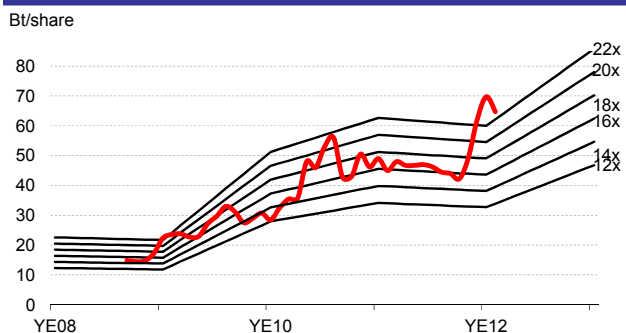
PER band versus SD (next 12 months)



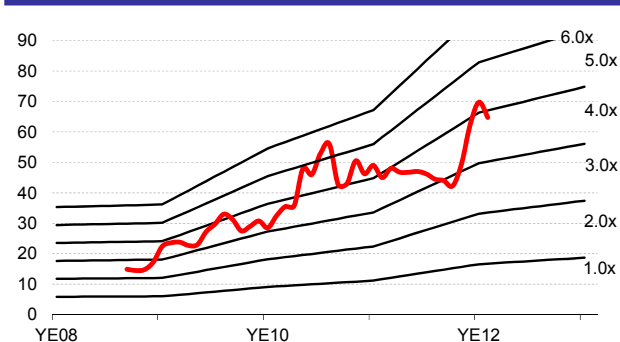
PER band versus SD (next 12 months)



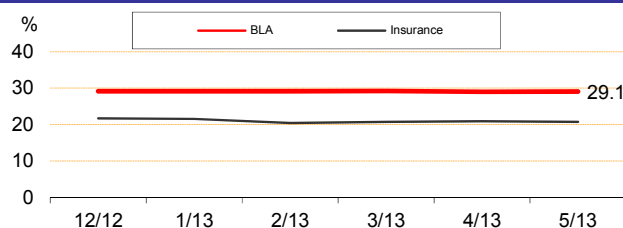
PER band and share price



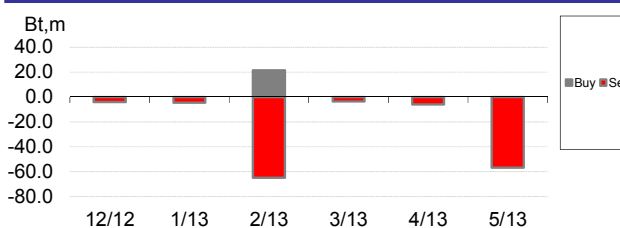
PBV band and share price



Foreign holding



Management trading activities during past six months



Bualuang Securities Public Company Limited

DISCLAIMER

BUALUANG SECURITIES PUBLIC COMPANY LIMITED (BLS) is a subsidiary of BANGKOK BANK PUBLIC COMPANY LIMITED (BBL). This document is produced based upon sources believed to be reliable but their accuracy, completeness or correctness is not guaranteed. The statements or expressions of opinion herein were arrived at after due and careful consideration to use as information for investment. Expressions of opinion contained herein are subject to change without notice. This document is not, and should not be construed as, an offer or the solicitation of an offer to buy or sell any securities. The use of any information shall be at the sole discretion and risk of the user.

BUALUANG SECURITIES PUBLIC COMPANY LIMITED MAY BE IN RELATIONSHIP WITH THE SECURITIES IN THIS REPORT. "Opinions, projections and other information contained in this report are based upon sources believed to be accurate including the draft prospectus, but no responsibility is accepted for any loss occasioned by reliance placed upon the contents hereof. Bualuang Securities Public Company Limited may from time to time perform investment, advisory or other services for companies mentioned in this report, as well as dealing (as principal or otherwise) in, or otherwise being interested in, any securities mentioned herein. This report does not constitute a solicitation to buy or sell any securities". Investors should carefully read details in the prospectus before making investment decision.

BUALUANG SECURITIES PUBLIC COMPANY LIMITED ACTS AS MARKET MAKER AND ISSUER OF DWs UNDERLYING STOCKS. Investors should carefully read the details of the derivative warrants in the prospectus before making investment decisions.

BUALUANG SECURITIES PUBLIC COMPANY LIMITED IS OR MAY BE A UNDERWRITER/CO-UNDERWRITER/JOINT LEAD IN RESPECT OF THE INITIAL PUBLIC OFFERING ("IPO") OF SECURITIES.

| DWs Underlying Stocks | Financial Advisor | Joint lead underwriter/ Co-underwriter |
|---------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|-------------------|-------------------------------------------|
| ADVANC, AOT, BANPU, BAY, BCP, BEC, BGH, BH, BIGC, BJC, BLA, BTS, CPALL, CPF, CPN, DTAC, EGCO, ESSO, GLOW, HMPRO, HEMRAJ, INTUCH, IRPC, IVL, JAS, KBANK, KK, KTB, LH, MAKRO, MINT, PS, PTT, PTTEP, PTTGC, ROBINS, SCB, SCC, SPALI, TCAP, THAI, TISCO, TOP, TMB, TPIPL, TRUE, TUF | | MONO |

Score Range

90 – 100
80 – 89
70 – 79
60 – 69
50 – 59
Below 50

Score Range






No logo given

Description

Excellent
Very Good
Good
Satisfactory
Pass
N/A

CORPORATE GOVERNANCE REPORT DISCLAIMER

This research report was prepared by Bualuang Securities Public Company Limited and refers to research prepared by Morgan Stanley. Morgan Stanley does not warrant or guarantee the accuracy or completeness of its research reports. Morgan Stanley reserves copyright and other proprietary rights in the material reproduced in this report. Morgan Stanley is under no obligation to inform Bualuang Securities or you if the views or information referred to or reproduced in this research report change.

Corporate Governance Report disclaimer

The disclosure of the survey result of the Thai Institute of Directors Association ("IOD") regarding corporate governance is made pursuant to the policy of the Office of the Securities and Exchange Commission. The survey of the IOD is based on the information of a company listed on the Stock Exchange of Thailand and the Market for Alternative Investment disclosed to the public and able to be accessed by a general public investor. The result, therefore, is from the perspective of a third party. It is not an evaluation of operation and is not based on inside information.

The survey result is as of the date appearing in the Corporate Governance Report of Thai Listed Companies. As a result, the survey result may be changed after that date. Bualuang Securities Public Company Limited does not conform nor certify the accuracy of such survey result.

BUALUANG RESEARCH – RECOMMENDATION FRAMEWORK

STOCK RECOMMENDATIONS

BUY: Expected positive total returns of 15% or more over the next 12 months.

HOLD: Expected total returns of between -15% and +15% over the next 12 months.

SELL: Expected negative total returns of 15% or more over the next 12 months.

TRADING BUY: Expected positive total returns of 15% or more over the next 3 months.

SECTOR RECOMMENDATIONS

OVERWEIGHT: The industry, as defined by the analyst's coverage universe, is expected to outperform the relevant primary market index over the next 12 months.

NEUTRAL: The industry, as defined by the analyst's coverage universe, is expected to perform in line with the relevant primary market index over the next 12 months.

UNDERWEIGHT: The industry, as defined by the analyst's coverage universe, is expected to underperform the relevant primary market index over the next 12 months.