

業界: 保険業

推奨

買い

ベトナムペトロ保険総公社 (HNX: PVI)

堅調な 地位

現値	49,200	レポート作成日:	07/02/2022	株主構成	
理論価格	59,300	発行中株数(100 万)	234,242	HDI Global SE	37.99%
配当率	5%	時価総額(10 億ドン)	10,798	PVN	35.00%
上昇率	20.5%	過去 6 ヶ月平均売買高:	301,610	Funderburk Lighthouse Ltd	11.70%
		外国人投資家保有率	55.69%	IFC Emerging Asia Fund	2.10%

業界分析:

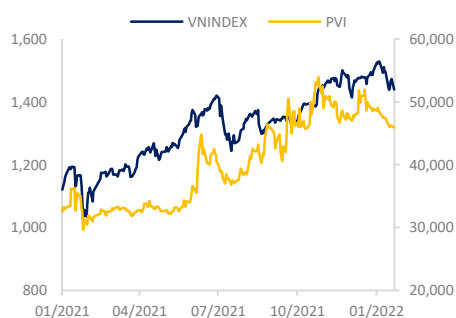
Dương Quang Minh
(石油、肥料業界、保険)
minhdq@bsc.com.vn

テクニク分析:

Lê Quốc Trung
trunglq@bsc.com.vn

推奨価格: 54,000 VND
損切り価格: 45,000 VND

株価の推移



P/E



評価

BSC は P/B 方法に基づく、PVI の理論株価を 2022 年 1 月 28 日の終値比 20.5%増の 5 万 9,300VND/株と評価し、PVI の投資評価を「買い」と推奨しております。

業績予測

BSC は 2022 年には、(1)元受保険料による収入が前年比+10.1%増となる；(2)合算比率が 95.3%で、損失率が 32.1%である；(3)投資資産の総投資利回りと純投資利回りがそれぞれ、前年比+0.1ppt の 8.4%、同+0.4ppt の 7.5%であるという仮定に基づく、PVI の売上高を前年比 11.8%増の 4 兆 5,110 億ドン、税引後利益率を同 8.1%増の 9,510 億ドン、EPS fw を 3,824VND/株と予測しております。

投資観点

- 2022 年の損害保険料による収入が前年比+10.1%増となる。
PVI は、全国的な支店ネットワークと PVN システムの大規模な顧客基盤のおかげで、15%を超える市場シェアを安定的に維持しています。
- 債券投資の割合を増加したことのおかげで、財務収益が改善される。

Catalyst

- PVI 再保険株式会社 (PRE) はリテンション・レートを上し、(2)A レベルで信用格付けを上げるために、増資を実現する。
- PVN は PVI における保有株式を売却することのおかげで、PVI が今後より高い水準で評価される可能性がある。

リスク

- 新型コロナウイルス感染症の流行は損害保険料からの収入に影響を及ぼす。
- 利引下げは PVI の財務事業による収入を減少させる。

企業アップデート

- 2021 年には、PVI の売上高及び税引後利益はそれぞれ、前年同期比-4.9%減の 3 兆 6,060 億ドン、同+26%増の 2,450 億ドンを達したのは(1)保険経営活動の費用が前年比-1.2%減となった、(2)補填引当費用が同-6.7%減となった、(3)財務事業による収入が同+7.3%増となったということから由来した。

	2020	2021	2022F	Peer		2019	2020	2021	2022F
保険金請求引当金比率	-30%	-30%	-31%	32%	損害保険料からの収入	7,997	8,160	9,323	10,265
費用引当金比率	63%	64%	64%	61%	保険経営活動による利益	142	196	292	248
合算比率	96%	94%	95%	94%	税引後利益	702	849	881	951
ROE (%)	12%	11%	11%	14%	EPS	2,623	3,393	3,528	3,824
ROA (%)	4%	4%	4%	3%	EPS 成長率	19%	29%	4%	8%
一株当たりの簿価	30,553	33,326	37,074	22,996	負債／株主資本	2.1	2.1	2.1	2.0

企業アップデート

2021 年第 4 四半期には、PVI の損害保険料からの収入が前年同期比+22.7%増の 2 兆 2,500 億ドン、税引後利益が同-64%減の 730 億ドンを達した。2021 年には、PVI の売上高及び税引後利益はそれぞれ、前年同期比+14.3%増の 9 兆 3,230 億ドンで年間計画の 108%を達成し、同+3.8%増の 8,810 億ドンで年間計画の 121%を達成した。損害保険料からの収入が前年比 12%増、補填引当費用が同-3.5%減となった。しかし、投資活動による収入は同-4.4%減となったことで、2021 年の税引後利益が同+3.8%のみ増加した。

PVI の 2021 年第 4 四半期及び 2021 年の業績アップデート

(10 億ドン)	Q4/2021	Q4/2020	%yoy	2021	2020	%yoy
損害保険元受保険料	2,007	1,699	18.1%	8,288	7,402	12.0%
再保険料	243	135	79.9%	1,036	758	36.6%
総保険料による収入	2,250	1,834	22.7%	9,323	8,160	14.3%
再保険料	-1,394	-1,119	24.5%	-4,715	-4,348	8.5%

純保険料収入	1,003	1,005	-0.3%	4,046	3,814	6.1%
引当金と保険金請求費用	-398	-420	-5.3%	-1,443	-1,495	-3.5%
純保険請求費用	-1,479	-1,668	-11.4%	-3,498	-3,661	-4.5%
元受保険事業の費用	-600	-530	13.1%	-2,057	-1,875	9.7%
一般管理費用	-316	-283	11.9%	-666	-624	6.7%
経営活動による収入	-118	-85	37.7%	292	196	49.5%
投資活動による収入	272	284	-4.2%	852	828	2.9%
金融活動事業の費用	-47	27		-118	-60	97.2%
純金融活動事業の費用	225	311	-27.6%	735	768	-4.4%
税引前利益	115	246	-53.3%	1,105	1,060	4.3%
税引後利益	73	204	-64.0%	881	849	3.8%
EPS				3,528	3,393	
支払い比率	33.0%	35.2%		30.3%	33.0%	
費用の比率	83.5%	75.6%		63.6%	62.7%	
合算比率	116.5%	110.8%		93.9%	95.7%	

ソース: PVI, BSC research

2022 年業績見通し

PVI の子会社を通して、PVI のコア事業は損害保険、再保険、ファンド運用を含む。

PVI の子会社

社名	保有率	コア事業
ベトナムペトロ保険総公社	100%	損害保険
PVI 再保険株式会社 (PRE)	73%	再保険
PVI ファンド運用株式会社 (PVIAM)	89%	ファンド運用

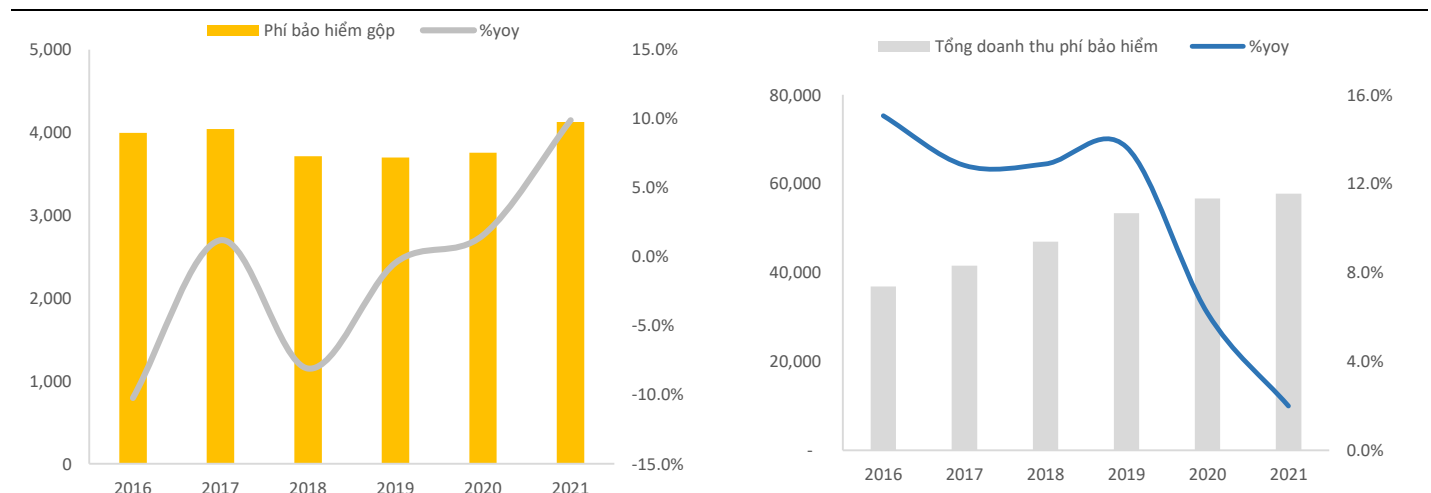
ソース: PVI, BSC Research

損害保険事業: シェア及び管理効率を改善する。

PVI の損害保険料からの収入は顕著な成長を計上した。2021 年には、PVI の損害保険料からの収入は前年比+14.3%増の 9 兆 3,230 億ドンを達した。損害保険市場の保険料からの収入は同+2.0%増の 57 兆 8,020 億ドンで、長年にわたって最低の成長を記録した。この大きな成長は(1)デジタルトランスフォーメーションを実施し、保険オンライン販売チャンネル(pvionline.com.vn)を開発する為に、プラットフォームを設定する、(2)KPI 計算の規則を変更し、業績に賞罰を追加するということから由来する。

PVI の総損害保険料

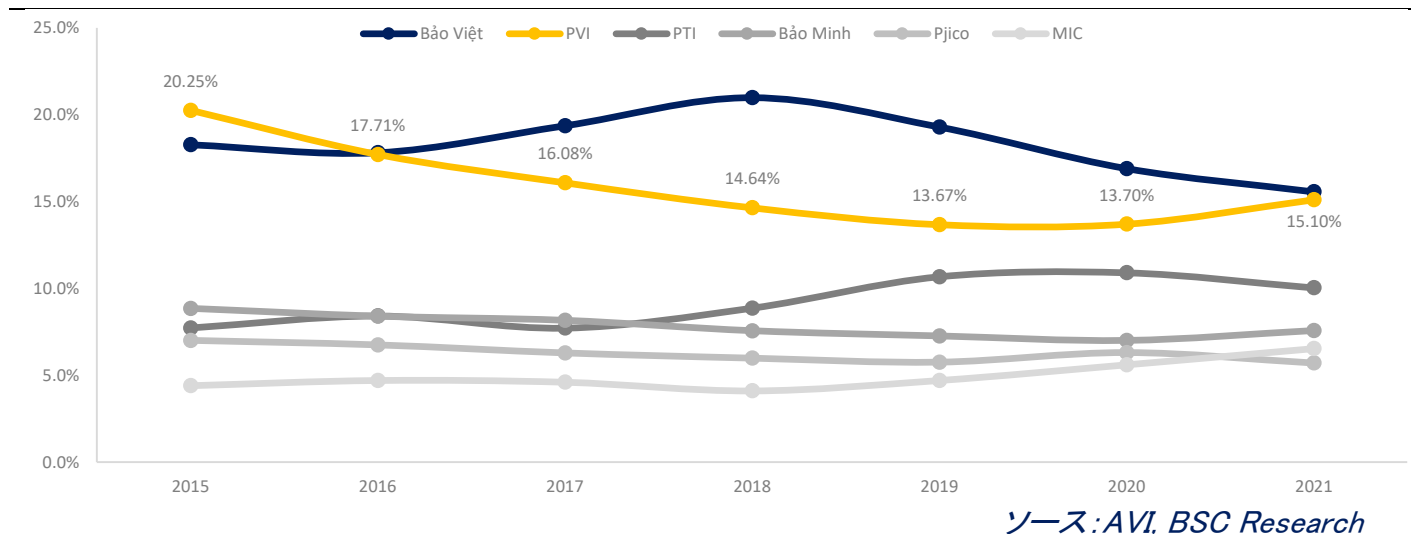
損害保険市場の保険料からの総収入



ソース: PVI, BSC Research

経営モデルの管理・運用における前向きな変化のおかげで、PVI の 2021 年市場シェアが 15%以上大幅に改善された。これはバオベトグループ (BVH) とのシェア格差を縮小した。BSC の評価によると、今後保険業界の競争性が厳しくなるが、(1)全国的な支店ネットワークと PVN システムの大規模な顧客基盤のおかげで、15%を超える市場シェアを安定的に維持しています、(2)ブランドが長期に設立された、(3)新管理部の管理・経営戦略の競争が厳しくなるということで、15%を超える市場シェアを安定的に維持しております。

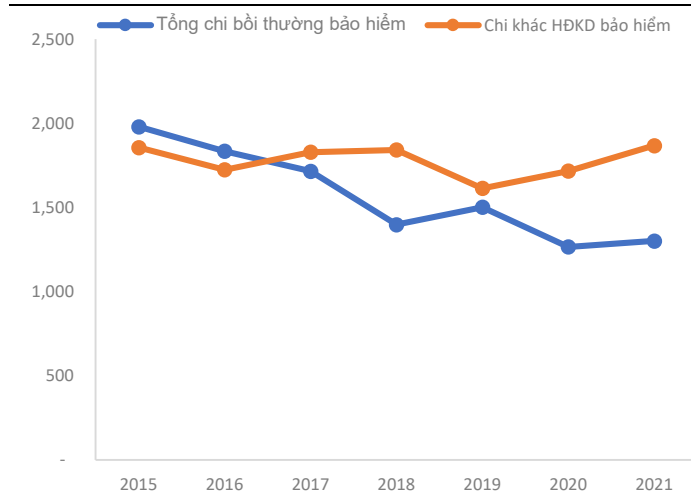
PVI の 2021 年シェアが急増した。



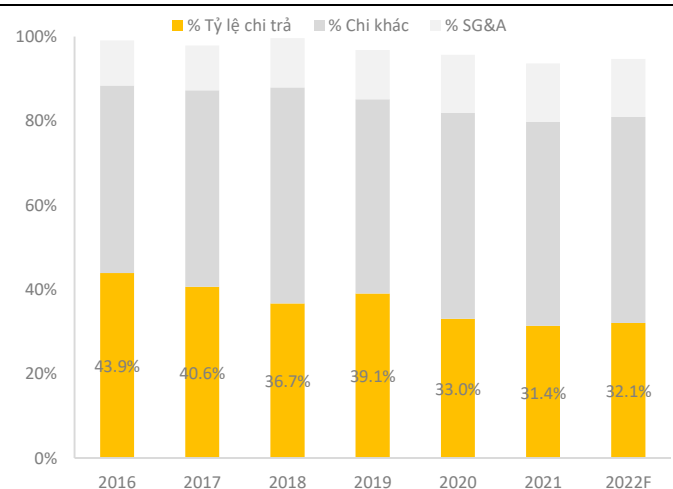
2015 年～2019 年期間における損害保険料からの収入の平均成長率は 10.1%/年だった。BSC はベトナムでの損害保険業が成長ポテンシャルが多いのは(1)人口構造の黄金期(労働人口が約 70%を占めている)、中所得者層が増加している、(2)ベトナムでの損害保険を使用する人率が低い(0.9%)ということから由来する。BSC は新型コロナウイルス感染症の流行により、2022 年～2025 年期間における損害保険料からの収入の成長率が 9～10%に達すると予測しております。

2021 年には、PVI の合算比率が低下したが、2022 年から上昇する可能性がある。PVI の 2021 年の合算比率が 93.6%で、前年同期比 2.1ppt 低下したのは支払い比率が 1.6ppt 減の 31.6%に低下したということから由来した。原因は(1)社会隔離措置により、保険業の補償比率が 31.2%で、34.4%から低下した、(2) PVI が投入リスク及び費用をコントロールすることを通して、業務の効果に集中したということから由来した。BSC は経済活動が再開される時、補償費用が増加し、PVI の 2022 年の合算比率が 94.7%に上昇する可能性があると予測しております。

PVI の保険金請求費用の合計



PVI の損害保険事業の合算比率



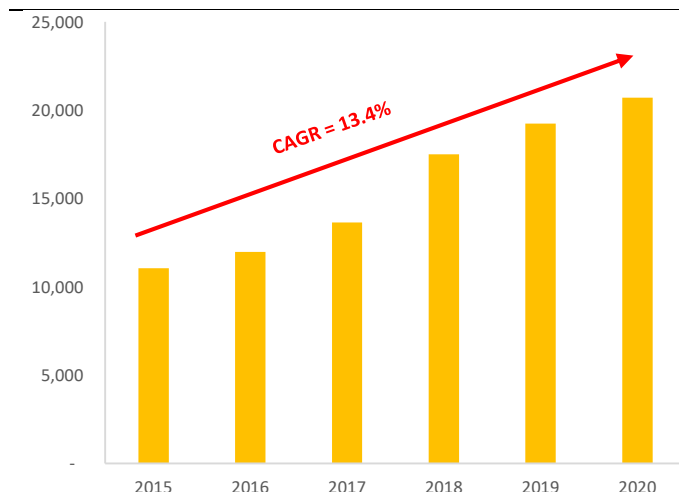
ソース: PVI, BSC Research

再保険事業: 様々なポテンシャル及び増資見通し

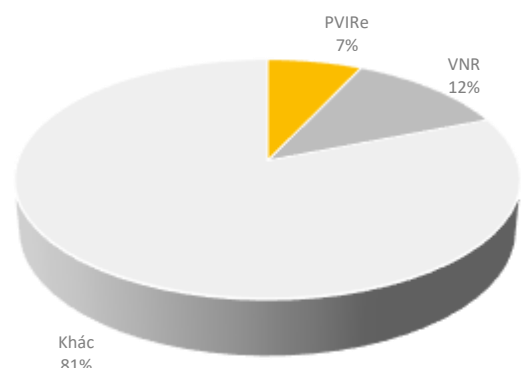
2015 年～2020 年期間における再保険事業による収入が前年同期比 13.4% 増となった。保険経営法律により、保険料による収入は損害保険と共に増加した。そのために、BSC はベトナムでの再保険料からの収入が 12%～15% 増となると予測しております。2021 年には、PRE の再保険事業による収入は前年比 4.4% 増の 1 兆 5,440 億ドンを達した。そのうち、PVI の収入が PRE の総収入の 53% を占めた。

ベトナムで唯一の再保険会社である PVIRE (PRE) と VINARE の市場シェアはそれぞれ、7%、12% である。残り分の市場シェアは海外再保険会社である。一般には、ベトナム再保険会社の資本金規模及び信用格付けは海外会社に比べて低いです。しかし、BSC は損害保険市場及び再保険市場の開発として、PRE が拡大、開発、シェアを拡大するための余地が多いと評価しております。

国内の総再保険料



国内の再保険事業のシェア

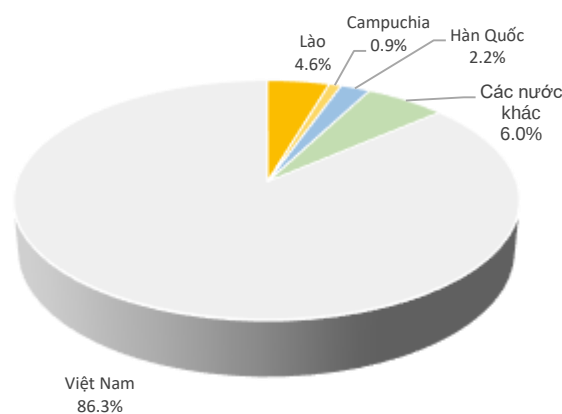
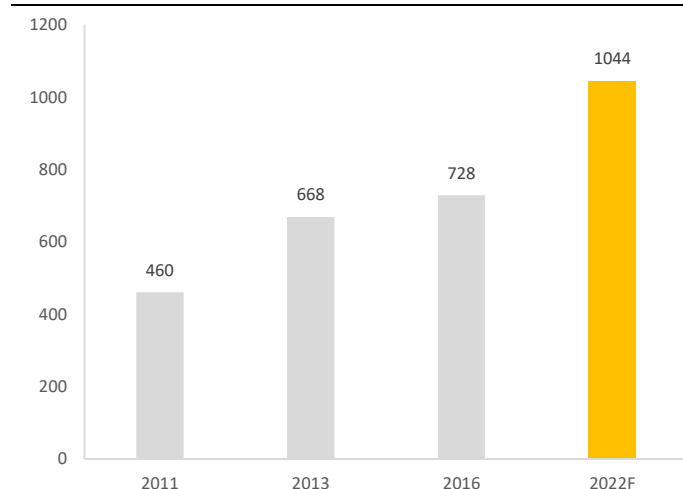


ソース: PVI, BSC Research

2022 年には、PRE は株主割当有償増資を通して、1 兆 440 億ドンに引き上げる計画だ。現在、PVI が PRE の株の 73%を保有している。この増資は計画の通りに順調に進んだら、PVI の保有率が 51%に引き下げた。増資は PRE に(2)リテンション・レートを向上する、(2)A レベルで信用格付けを上げる、(3)海外再保険を受け取るということを援助するだろう。

PVIRe の増資歴史(10 億 VND)

PVIRe の市場



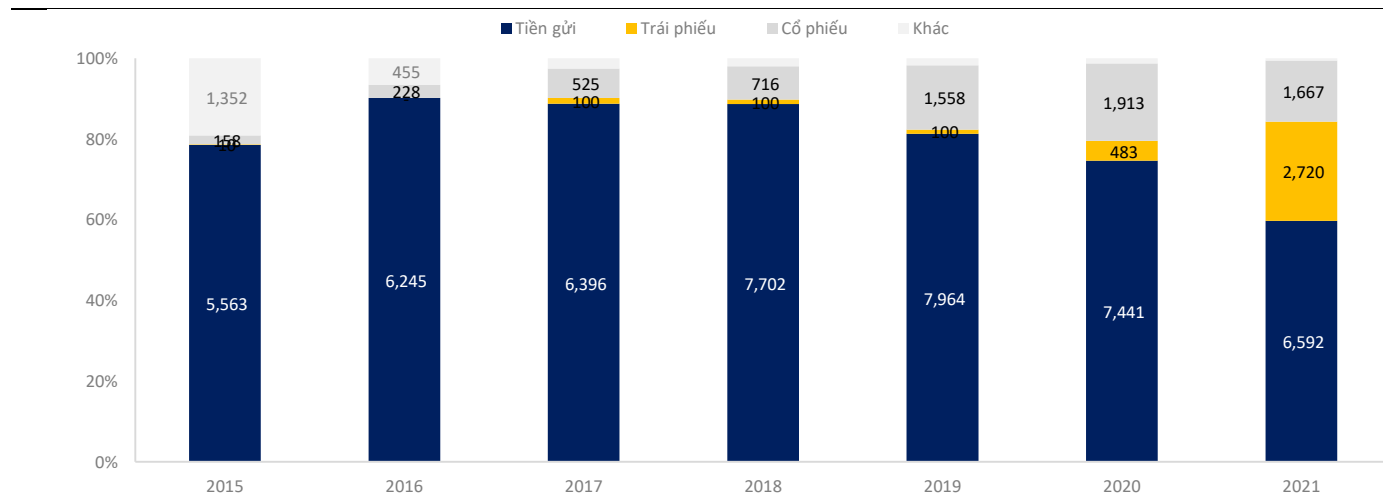
ソース: PVI, BSC Research

金融活動事業: 社債割合を徐々に増加する。

金融活動事業について、預金、社債、譲渡性預金などの PVI の投資ポートフォリオの大部分は満期保有資産です。これは PVI 及び保険会社の慎重な方針を反映しています。

PVI は金融投資活動の効率を向上させるために、投資ポートフォリオ構成を預金から社債に転換している。BSC は 2022 年の預金金利が安定的な水準で維持すると予測される背景には、この戦略のおかげで、PVI の財務収益が前年比 5%~10%増加すると評価しております。

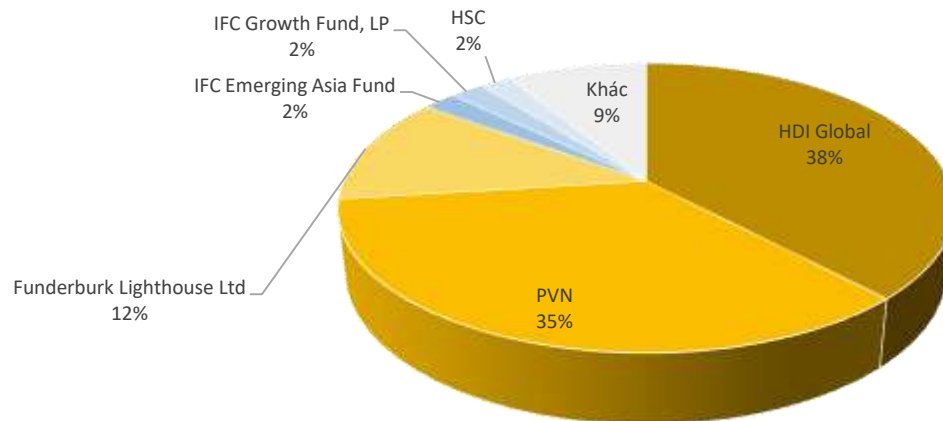
PVI のポートフォリオにおける社債の割合は増加している傾向がある。



ソース: PVI, BSC Research

2022 年には、PVN は PVI における保有株式をまだ売却しない。PVI 管理部によると、価格の評価を 2019 年から一般的に完成したが、PVN の再構成提案に基づく、資本回収計画が一時的に停止されている。BSC は資本回収進捗を観察し続けて、更にアップデートする。

PVI の株主構成



ソース: PVI, BSC Research

業績予測

2022 年には、BSC は以下の仮定に基づく、PVI の売上高を前年比 11.8%増の 4 兆 5,110 億ドン、税引後利益率を同 8.1%増の 9,510 億ドン、EPS fw を 3,824VND/株と予測しております。

- 元受保険料による収入が前年比+10.1%増となる。
- 合算比率が 95.3%で、損失率が 31.4%となる。
- 投資資産の総投資利回りと純投資利回りがそれぞれ、前年比+0.1ppt の 8.4%、同+0.4ppt の 7.5%である。

PVI の業績予測

(10 億 VND)	2019	2020	2021	2022F
元受け保険料	7,295	7,402	8,288	9,125
再保険料	702	758	1,036	1,140
総保険料収入	7,997	8,160	9,323	10,265
再保険料	(4,187)	(4,348)	(4,715)	(5,191)

純保険料収入	3,594	3,814	4,046	4,511
引当金と保険金請求費用	(1,713)	(1,495)	(1,443)	(1,671)
純保険請求費用	(3,303)	(3,661)	(3,498)	(4,001)
元受保険事業の費用	(1,777)	(1,875)	(2,057)	(2,325)
管理費用	(512)	(624)	(666)	(743)
保険事業からの収入	142	196	292	248
投資活動事業の収入	770	828	852	936
金融活動事業の費用	(135)	(60)	(118)	(96)
純金融活動事業の費用	635	768	735	841
税引前利益	874	1,060	1,105	1,189
税引前利益	702	849	881	951
EPS	2,623	3,393	3,528	3,824

ソース: PVI, BSC Research

評価

BSC は P/B 方法を基づく、PVI の理論株価を 2022 年 1 月 28 日の終値比 20.5%増の 5 万 9,300VND/株と評価し、PVI の投資評価を「買い」と推奨しております。

保険企業の評価の比較

社名	時価総額(10 億ドン)	P/E	P/B	ROE
PTI	4,743	17.6	2.2	13.1%
VNR	4,070	11.6	1.3	11.1%
BMI	3,875	14.4	1.6	10.8%
BIC	3,225	9.6	1.3	13.8%
MIG	2,910	11.9	1.7	15.2%
PGI	2,511	8.4	1.5	19.1%
ABI	2,359	8.8	1.9	24.0%
PRE	1,259	9.7	1.4	14.2%
BLI	1,020	15.3	1.3	9.2%
平均	3,650	11.7	1.6	14.5%
中央値	2,910	11.6	1.4	13.8%
PVI	10,752	12.3	1.4	11.2%

ソース: Fiinpro, BSC Research

Stock PE

Stock PB



ソース: Bloomberg, BSC Research

付録

業績(10 億ドン)	2019	2020	2021	2022F
総保険料	7,997	8,160	9,323	10,265
保険料控除	(4,403)	(4,346)	(5,278)	(5,754)
純保険料	3,594	3,814	4,046	4,511
再保険料収入	791	714	721	804
保険事業による売上高	4,385	4,528	4,767	5,316
保険金請求費用の合計	(1,713)	(1,495)	(1,443)	(1,671)
源泉徴収責任の下での補償	(1,501)	(1,365)	(1,452)	(1,646)
保険請求引当金の減増	(212)	(131)	10	(25)
引当金繰入	(116)	(119)	(128)	(143)
他の費用	(1,998)	(2,155)	(2,342)	(2,615)
保険事業の費用	(3,731)	(3,708)	(3,808)	(4,324)
保険事業の売上総利益	654	820	959	991
管理費用	(512)	(624)	(666)	(743)
保険事業の利益	142	196	292	248
金融活動事業の利益	635	768	735	841
他の利益	1	(3)	(12)	(0)
関連会社からの利益	–	–	–	–
税引前利益	874	1,060	1,105	1,189
保稅	(172)	(211)	(224)	(238)
税引後利益	702	849	881	951
少数株主持分	43	41	40	40
少数株主利益等控除利益	659	807	840	911
EPS	2,623	3,393	3,528	3,824

指標	2019	2020	2021	2022F
稼働能力				
保険金請求率	39.1%	33.0%	30.3%	31.4%
管理費用／純保険料	46.0%	48.9%	49.6%	49.9%
保険金請求料の合計	11.7%	13.8%	14.0%	14.0%
合算比率	96.8%	95.7%	93.9%	95.3%
投資状況				
総投資利回り	8.4%	8.5%	8.3%	8.4%
純投資利回り	7.0%	7.9%	7.1%	7.5%

キャッシュフロー会計(10 億ドン)	2019	2020	2021	2022F
現金及び現金相当	493	1,144	1,015	1,905
短期投資	7,795	7,420	9,048	9,733
短期未収金	9,944	9,243	10,537	10,465
他の短期資産	368	413	524	632
再保険資産	–	–	–	–
短期的な資産	18,601	18,220	21,125	22,737
長期未収金	25	24	24	25
固定資産	353	358	331	340
長期金融投資	1,867	2,465	1,649	1,976
他の長期投資資産	85	125	108	122
長期投資資産	3,486	4,056	3,165	3,479
総資産	22,087	22,276	24,290	26,216
買掛金	14,910	15,071	16,440	17,501
未実施収入	14	11	30	30
保険引当金	11,115	10,592	12,012	13,226
短期負債	14,838	15,010	16,373	17,443
長期負債	71	61	67	57
負債の合計	14,910	15,071	16,440	17,501
出資資本	2,342	2,342	2,342	2,342
他の資本	(57)	(290)	–	–
未処分利益	738	940	1,073	1,939
株主資本の合計	7,177	7,205	7,850	8,715
資本の合計	22,087	22,276	24,290	26,216
流行中株数(100 万)	234	234	234	234

指標	2019	2020	2021	2022F
利益性				
ROA	3%	4%	4%	4%
ROE	10%	12%	11%	11%
資産構成				
短期資産／総資産	84%	82%	87%	87%
短期負債／総資産	67%	67%	67%	67%
BVPS	30,386	30,553	33,326	37,074

ソース:PVI, BSC Research

利用規約

本レポートはベトナム投資開発銀行証券株式会社(BSC)の作成によるレポートで、週間内の証券市場状況及びマクロ経済に関する分析、一般情報を提供するものです。本レポートはいかなる法人または個人の要求により作成されたレポートではありません。投資家は参考資料として本レポートの分析、評価、一般情報をご利用下さい。本レポートの情報、評価、予告などは信頼的なデータ源に基づいたものです。しかし、当社は掲載される情報の正確性に対していかなる保証もなされるものではありません。情報の使用に関して、またはその使用の結果に関して、その他の事項に関して、いかなる保証も負担いたしません。本レポートに掲載される評価や観点は現時点の考慮に基づいたものです。しかし、評価や観点は予告なしに変更されることがありますので、あらかじめご了承ください。本レポートの著作権者はベトナム投資開発銀行証券株式会社であるので、当社の書面による事前の許可なく、いかなる形式またはいかなる手段によっても、複製、再出版は著作権法、プライバシーに関する法律に違反することになります。当社の書面による事前の許可なく、いかなる形式またはいかなる手段によっても、複製、再出版または転送することを禁じます。

BSC 本社

Tầng 10&11 Tháp BIDV
35 Hàng Vôi, Hoàn Kiếm, Hà Nội
Tel: +84439352722
Fax: +84422200669

BSC ホーチミン 支店

Tầng 9 Tòa nhà 146 Nguyễn Công Trứ
Quận 1, Tp.Hồ Chí Minh
Tel: +84838218885
Fax: +84838218510

<https://www.bsc.com.vn>
<https://www.facebook.com/BIDVSecurities>

Bloomberg: RESP BSCV <GO>

