企業アップデート
2022 年 6 月 23 日 – HOSE: MIG

業界:保険業

推奨　観察

軍隊保険株式会社(HSX: MIG)
成長潜在はあるが、評価は高い水準で留まった。

現値:	24,800	レポート作成日:	23/06/2022	**株主構成**	
前理論価格	21,700	流行中株数(100 万)	164.4	MB Bank	68.37%
配当率	N/A	時価総額(10 億ドン)	4,610	MB Capital	1.45%
上昇率	**-13%**	過去 10 日間平均売買高:	2,131,440		
		外国人投資家保有率	8.79%		

業界分析:

Đinh Mạnh Thắng

(建設用原材料業、保険業)

thangdm@bsc.com.vn

テクニック分析:

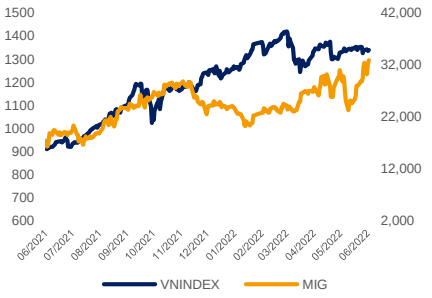
Vũ Việt Anh

anhvv@bsc.com.vn

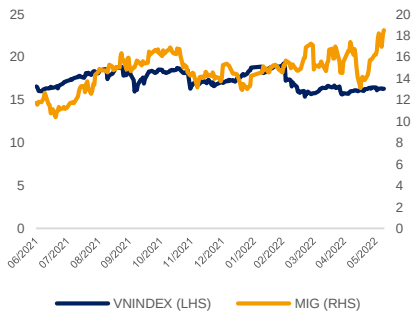
推奨価格:　N/A VNĐ

損切り価格:　N/A VNĐ

株価の推移



P/E



評価

- BSC は P/B 方法を基づく、MIG の理論株価を 2 万 1,700VND/株と評価し、MIG の投資評価を「観察」と推奨しております。

業績予測

- **2022 年には、BSC は(1)元受保険料による収入が前年比 21.4%増となる、(2)合算比率が 98.3%になる、(3)投資ポートフォリオ規模が前年比 20%増となり、投資利回りが 30bps 増となるという仮定を基づく、**元受保険料による経営収入と税引後利益はそれぞれ、前年比 20.2%増の 2 兆 5,850 億ドン、同 14.3%増の 2,560 億ドン、EPSfw を 1,559VND/株と予測しております。
- 2023 年には、**BSC は(1)元受保険料による収入が前年比 15.2%増となる、(2)合算比率が 98.8%になる、(3)投資ポートフォリオ規模が前年比 5%増となり、投資利回りが 50bps 増となるという仮定を基づく、**元受保険料による経営収入と税引後利益はそれぞれ、前年比 15.2%増の 2 兆 9,780 億ドン、同 13.7%増の 2,910 億ドン、EPSfw を 1,767VND/株と予測しております。

投資観点

- MIG が拡大戦略を選択し、MB バンクのエコシステムにサポートされている時、保険料による収入は急速に増加している。
- 市場シェアが増加すると、合算比率が増加する。
- 保険業の金融投資ポートフォリオの大部分は短期的な預金額なので、預金金利を引き上げると保険業が恩恵を受ける。
- MIG の金融投資活動による利益は増加する。
- P/Bfwd(2.3x)は業界の平均水準(P/B fwd = 1.6x)より高い。

事業傾向

- MIG が戦略パートナーへの新株を発行するのは企業価値を増加させる。

リスク

- 経済活動は普通に戻るために、保険金請求率が増加する。
- 競争性の高めは保険活動の他の費用を増加させる。

企業アップデート

- 2022 年第 1 四半期には、**元受保険料による収入が前年同期比 40%%増となった。合算比率が 96.8%で、2021 年第 4 四半期の 98%から減速したことで、保険事業による収入が増加した。**
- 金融活動による利益は前年同期比 23.4%増となった。

	2021	2022F	Peer	VN-Index
PE (x)	22.1	16.0	12.8	16.8
PB (x)	2.6	2.1	1.6	2.6
P/S (x)	1.6	1.6	1.7	10.3
ROE (%)	12.8%	12.2%	13.3%	10.3%
ROA (%)	3.4%	3.2%	4.1%	6.4%

	2019	2020	2021	2022F
損害保険料からの収入	2,248	2,923	3,400	4,262
保険経営活動による利益	21	23	48	55
税引後利益	142	194	224	256
EPS	1,210	1,492	1,648	1,559
EPS 成長率	-6.0%	23.3%	10.5%	2.7%

企業アップデート

2022 年第 1 四半期には、MIG の保険経営活動の成長率は大きく上昇した。そのうち、元受保険料による収入は前年同期比 40%増となり、業界の水準（14.7%）より高かった。一方、保険金請求費用と他の費用はゆより低く成長したことで、合算比率が前四半期と前四半期に比べて減少した。

保険手数料

MIG の 2022 年第 1 四半期業績のアップデート

10 億 VND	Q1.2022	Q1.2021	% YoY	Q4.2021	% QoQ
元受保険料	**1,247**	**891**	**40.0%**	**1,253**	**-0.4%**
保険料による収入	1,042	780	33.6%	985	5.8%
受取再保険料による収入	*56*	*2*	*2235.2%*	*11*	*416.5%*
収入からの控除	(432)	(264)	63.7%	(364)	18.6%
支払った再保険料の振込	*(664)*	*(334)*	*99.1%*	*(558)*	*19.1%*
保険料による収入	610	516	18.2%	621	-1.7%
保険手数料	211	104	102.2%	197	7.0%
保険事業による売上高	821	621	32.3%	818	0.4%
保険請求総額	(682)	(522)	30.6%	(657)	3.8%
保険事業による売上総利益	139	99	41.3%	161	-13.6%
販管費用/売上高の比率	(113)	(98)	14.9%	(145)	-22.1%
保険事業による収入	**26**	**0**	**N/A**	**16**	**61.8%**
金融投資活動による収入	**58**	**47**	**23.4%**	**78**	**-25.8%**
税引前利益	85	47	82.0%	95	-10.5%
税引後利益	**68**	**37**	**81.9%**	**76**	**-10.3%**
EPS	1,550	1,420		1,565	
支払い比率	28.6%	34.0%		24.8%	
費用比率	80.3%	84.1%		80.3%	
合算比率	96.8%	100.0%		98.0%	

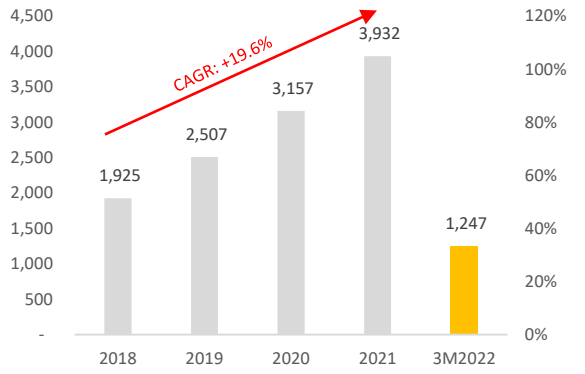
ソース: MIG, BSC Research

2022 年～2023 年の期間における業績見通し

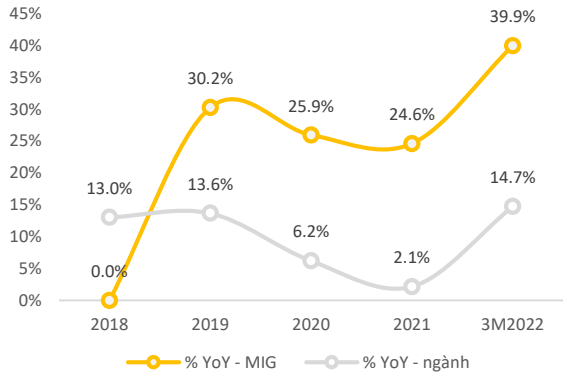
MIG は保険料による収入の成長を後押する戦略を選択する

MIG の収入成長率は 3 年間に保険業の最高水準を達した。MIG の事業傾向は(1)高い成長があるセグメントの発展に注力、(2)MB バンクのエコシステムから恩恵を受けるという要素を基づく、保険料による収入の規模を拡大するということである。

元受保険料による収入(10 億ドン)



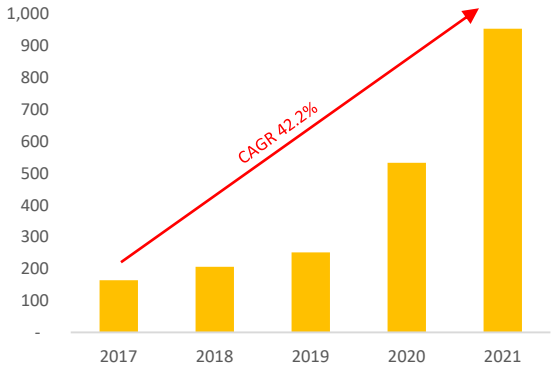
元受保険料による収入の成長率は大きく上昇している。



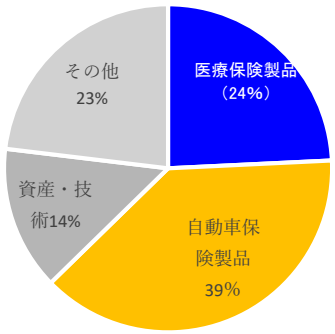
ソース: AVI, MIG, BSC Research

(i) **MIG は高い成長があるセグメントに注力している。MIG は医療保険製品の拡大に注力して、2017 年～2021 年の期間における収入の年平均成長率(CARG)が 42%で維持し、総収入構成で 2 位になっている。1 位は自動車保険業務である。**

医療保険料による収入は直近の 5 年間に大きく上昇している。

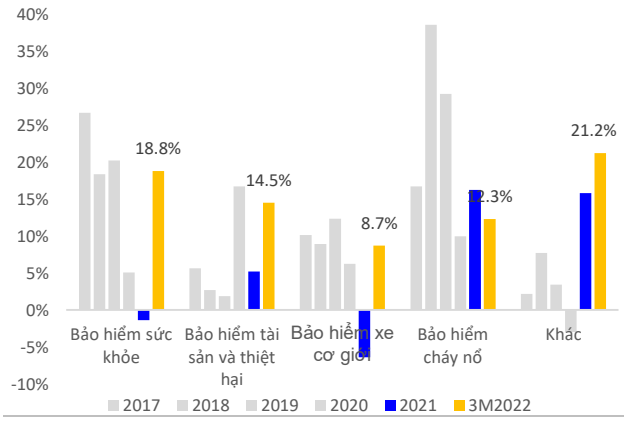


自動車保険製品と医療保険製品は総収入構成の中に大きな割合を占めている。

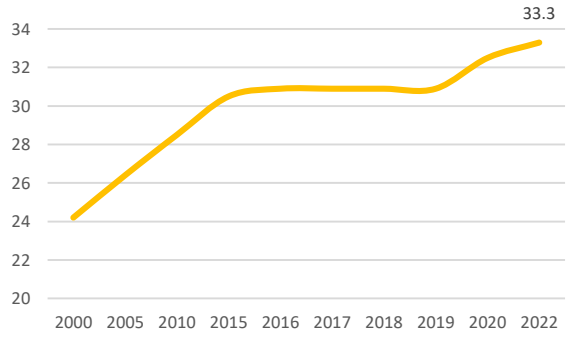


ソース: MIG, BSC Research

医療保険製品の成長率は保険業の 2 位になっている。



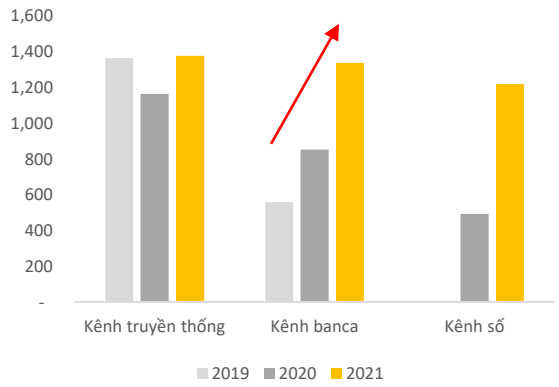
ベトナムの平均年齢は徐々に伸びており、現在で 33.3 齢だ。



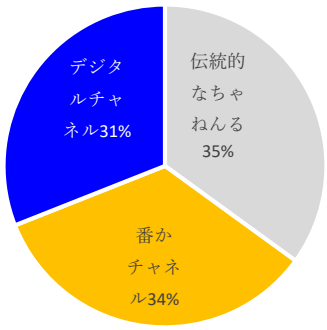
ソース:企業の財務諸表, Danso.org, BSC Research

(ii) MB バンクのエコシステムから恩恵を受ける。バンカシュアランス(銀行による保険商品販売)による保険料収入は直近 3 年間に 3 倍になった。MB バンクの大規模な顧客基盤を活用することで、MIG の保険料収入が引き続き成長すると期待しております。

バンカシュアランスとデジタルチャネルは直近 3 年間に急速に成長している(10 億 VND)



バンカシュアランスとデジタルチャネルは伝統的な代理店チャネルとほぼ同じ割合を占めている。



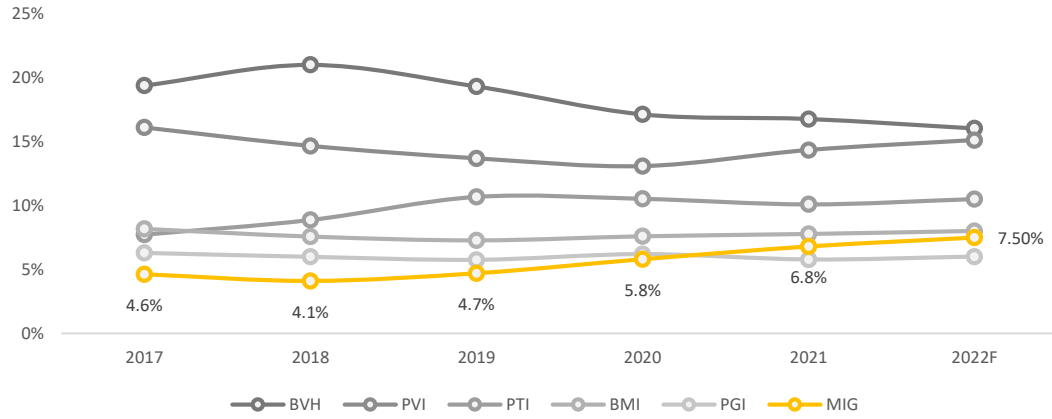
ソース: MIG, BSC Research

上記の戦略と利点を基づく、BSC は 2022 年と 2023 年の元受保険料による収入がそれぞれ前年比 21.5%増となり、同 15.2%増と予測しております。

損害保険市場シェア上位 4 位へ

BSC は MIG の市場シェアは 2022 年末まで 7.5%になると予測しております。

MIG の市場シェアは大きく上昇し、上位 4 位に接近している



ソース:保険暦, BSC Research

成長率は急速に上昇すると、合算率も増加する

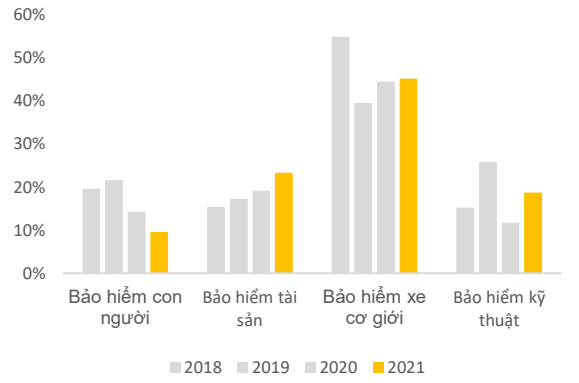
BSC は 2022 年～2023 年の期間における合算比率は僅かに増加すると予測しております。

MIG の保険金請求率は僅かに増加する。この増加は(1)新型コロナウイルス感染症の流行後に社会経済活動が普通に戻っている時保険金請求業務が発生する可能性を高める、(2)収入構成に健康保険の割合を増やすのが保険金請求率の上昇を抑えるということから由来します。

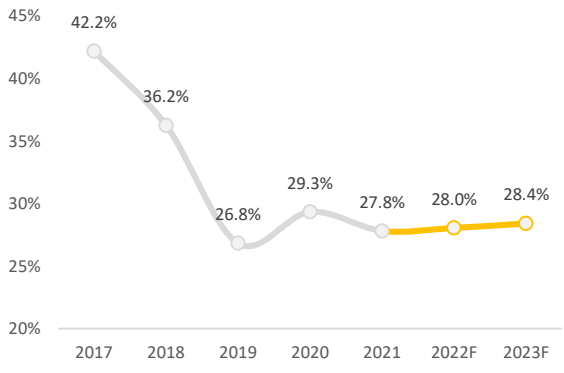
(i) 新型コロナウイルス感染症の流行後に社会経済活動が普通に戻っている時保険金請求業務が発生する可能性を高める。MIG の 2021 年保険金請求率は下落した。BSC は新型コロナウイルス感染症の流行が封じ込まれた時に、2022 年～2023 年の期間における各業務特に自動車保険の保険金請求比率が増加すると考えております。

(ii) 収入構成に健康保険の割合を増やすのが保険金請求率の上昇を抑える。保険業務には、自動車保険請求額は最も高くて、保険料による収入の 40～50%を占めている。健康保険金請求率は 20%未満です。

健康保険金請求率は自動車保険金請求率より低い。



BSC は MIG の保険金請求率が 2022 年に僅かに増加すると予測しております。

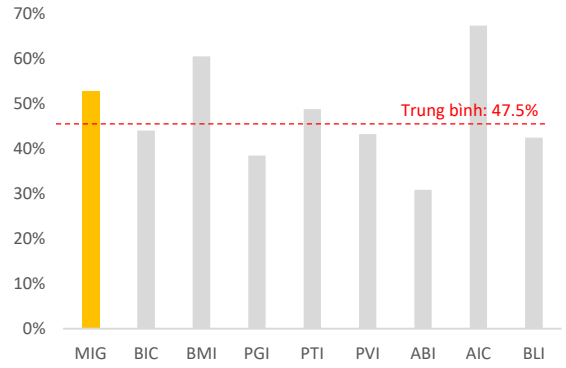


ソース:企業の財務諸表, BSC Research

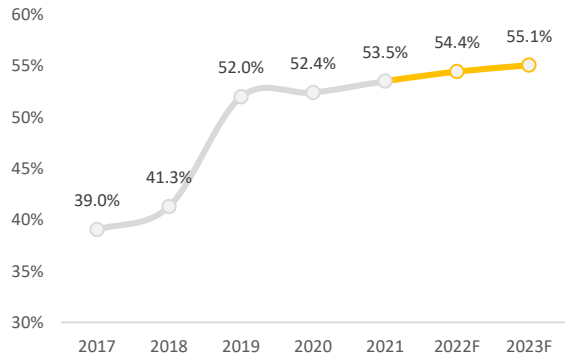
BSC は保険活動について他の費用比率が保険料による収入の規模を拡大する時に増加すると予測しております。MIG の保険活動について他の費用が直近の 5 年間に連続で増加している。

BSC は MIG の保険活動について他の費用比率が 2022 年に 54.4%、2023 年に 55.1%になると予測しております。

MIG の保険活動について他の費用比率は保険業の平均水準より高い。



BSC は保険活動について他の費用比率が増加すると予測しております。

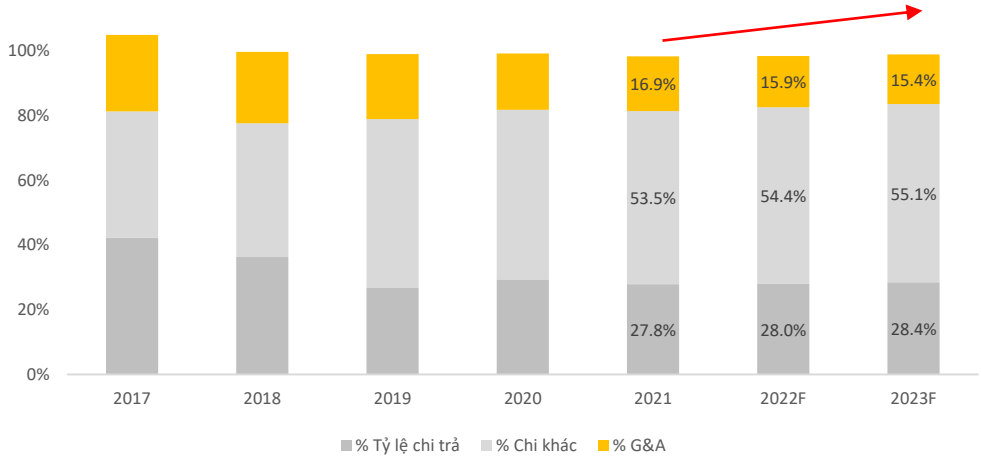


ソース:企業の財務諸表, BSC Research

販管費用/売上高の比率は強力なデジタルトランスフォーメーションのおかげで低下する。管販費用/売上高の比率が低下したことで、直近の 5 年間における MIG の合算比率は下落する傾向がある。BSC は販管費用/売上高の比率は強力なデジタルトランスフォーメーションのおかげで低下すると考えております。

BSC は MIG の 2022 年と 2023 年の合算比率がそれぞれ、98.3%と 98.8%になると予測しております。

BSC は MIG の 2022 年と 2023 年の合算比率が増加すると予測しております。



ソース:企業の財務諸表, BSC Research

規模の拡大、投資ポートフォリオの再構成、預金金利の引上げということのおかげで、金融活動による収益が増加する。

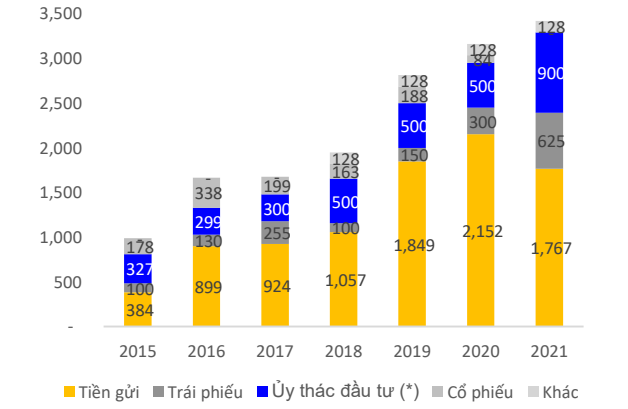
投資ポートフォリオ規模は有償増資による新株の発行のおかげで増加する。MIG は既存株主及び従業員インセンティブとして新株給与型プラン（ESOP）への新株発行を通じて増資する計画がある。発行後、資本金が 2,860 億ドンを追加増加する。BSC は MIG の 2022 年と 2023 年の投資ポートフォリオ規模が前年比 20%増、同 5%増加すると予測しております。

社債割合と投資委託割合を高め、金融投資の効率を高める。MIG は 2021 年に預金の割合を減らし、社債と投資委託の割合を増やす方向で金融投資ポートフォリオを再構成した。BSC はこの戦略のおかげで、MIG が社債の金利が預金金利より高いことで、投資利息を増加すると期待しております。

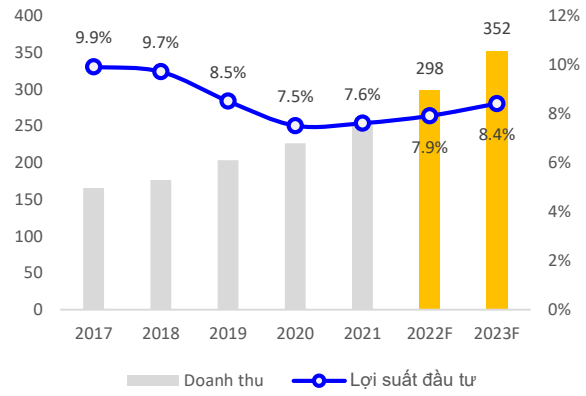
預金金利の引上げから恩恵を受ける。預金金利が 50bps を引き上げると、BSC は MIG の金融活動による 2022 年～2023 年の収入が 100 億～150 億ドンを追加増加すると予測しております。

BSC は MIG の金融活動による 2022 年～2023 年の収入がそれぞれ、前年比+18.7%増、同 18.1%増となると予測しております。

MIG は 2021 年投資ポートフォリオに社債割合と投資委託割合を高めた。



金融活動による収入はポートフォリオ規模の拡大と投資利息の増加のおかげで、増加すると予測されております。



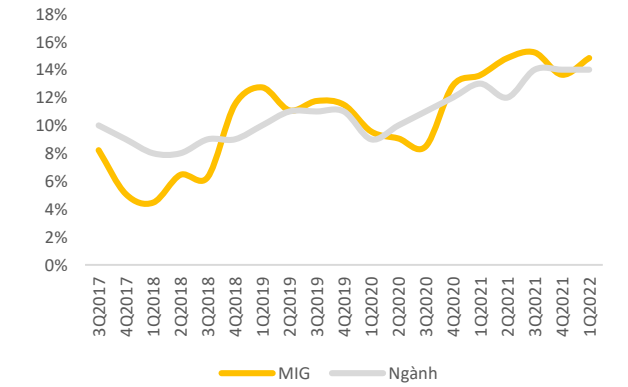
(*)MB Capital での投資委託

ソース: MIG, BSC Research

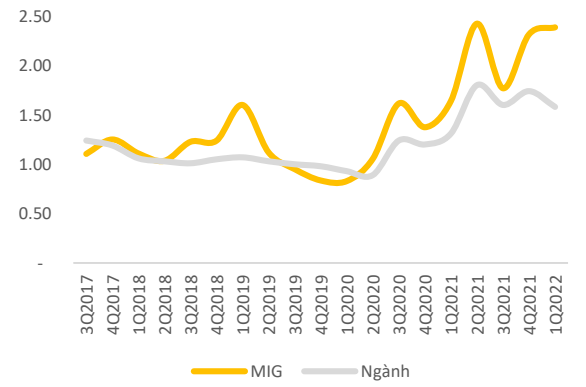
価格設定は損害保険業の平均水準に比べて高い。

BSC は MIG の価格設定が高い水準で留まっていると考えております。MIG の PB は 2.3xであり、損害保険業の最高水準である。MIG は保険業より急速に成長しているが、BSC は上記の価格設定が保険業の平均水準よりも高く、企業の収益性の伸びよりも高いと考えております。

MIG の ROE は保険業の平均水準と相当している。



MIG の P/B は保険業の平均水準より高いだ。



ソース:企業の財務諸表, Bloomberg, BSC Research

保険企業

社名	時価総額 (1 兆 VND)	P/E	P/B	ROE	市場シェア
MIG	4,610	16.33	2.29	15.0%	6.8%
PTI	4,823	19.73	2.22	11.7%	10.1%
BVH	37,413	19.93	1.73	8.9%	16.7%
ABI	1,969	9.62	1.64	18.0%	3.4%
PGI	3,038	8.31	1.60	21.6%	5.8%
PVI	11,313	13.25	1.45	11.1%	14.3%
BMI	3,179	14.94	1.33	9.5%	7.8%
BLI	959	12.00	1.31	11.1%	2.1%
BIC	3,125	8.01	1.20	15.4%	4.7%
AIC	1,030	59.88	0.98	1.7%	3.7%
平均		18.20	1.57		
中位		14.10	1.52		

ソース: Bloomberg, BSC Research

業績予測

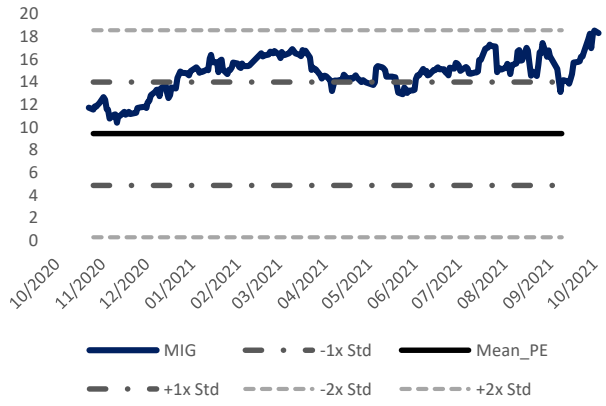
2022 年には、BSC は(1)元受保険料による収入が前年比 21.5%増となる、(2)合算比率が 98.3%になる、(3)投資ポートフォリオ規模が前年比 20%増となり、投資利回りが 30bps 増となるという仮定を基づく、元受保険料による経営収入と税引後利益はそれぞれ、前年比 20.2%増の 2 兆 5,850 億ドン、同 14.3%増の 2,560 億ドン、EPSfw を 1,559VND/株と予測しております。

2023 年には、**BSC は(1)元受保険料による収入が前年比 15.2%増となる、(2)合算比率が 98.8%になる、(3)投資ポートフォリオ規模が前年比 5%増となり、投資利回りが 50bps 増となるという仮定を基づく、**元受保険料による経営収入と税引後利益はそれぞれ、前年比 15.2%増の 2 兆 9,780 億ドン、同 13.7%増の 2,910 億ドン、EPSfw を 1,767VND/株と予測しております。

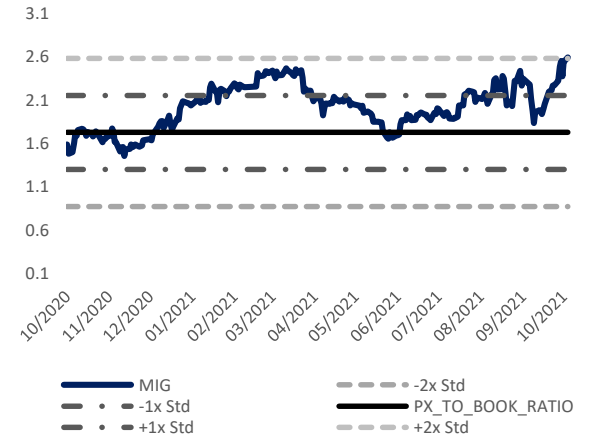
評価

BSC は P/B 方法を基づく、MIG の理論株価を 2 万 1,700VND/株と評価し、MIG の投資評価を「観察」と推奨しております。

MIG の P/E



MIG の P/B



ソース: Bloomberg, BSC Research

付録

業績(10 億ドン)	2019	2020	2021	2022F
総保険料	**2,248**	**2,923**	**3,400**	**4,262**
–保険料控除	(610)	(866)	(1,249)	(1,677)
純保険料	1,638	2,057	2,150	2,585
再保険譲渡による収入	210	345	505	742
保険事業による売上高	**1,848**	**2,402**	**2,656**	**3,327**
保険料請求総額	(495)	(704)	(738)	(933)
保険金請求	(513)	(699)	(680)	(860)
–請求引当金変動	17	(6)	(58)	(72)
引当金費用	(18)	(21)	(22)	(28)
他の費用	(943)	(1,238)	(1,399)	(1,783)
保険金請求総額	**(1,456)**	**(1,964)**	**(2,160)**	**(2,744)**
保険事業による売上総利益	392	439	496	583
企業管理費用	(371)	(416)	(448)	(528)
保険事業による利益	**21**	**23**	**48**	**55**
金融活動による利益	155	216	230	264
他利益	2	3	2	2
連結会社による利益	–	–	–	–
税引前利益	**177**	**242**	**281**	**322**
税金	(35)	(49)	(57)	(65)
税引後利益	**142**	**194**	**224**	**256**
少数株主持分	–	–	–	–
少数株主持分後税引後利益	142	194	224	256
EPS	1,210	1,492	1,648	1,559

バランスシート(10 億 VND)	2019	2020	2021	2022F
現金及び現金相当	13	12	9	23
短期投資	2,680	2,229	2,987	3,445
短期未収金	781	661	601	672
その他流動資産	90	276	629	790
再保険資産	736	960	1,408	1,558
流動資産	**4,300**	**4,139**	**5,633**	**6,487**
長期未収金	12	13	16	13
固定資産	420	423	81	80
長期資産運用	128	928	423	659
他の非流動資産	54	47	414	405
非流動資産	**614**	**1,412**	**934**	**1,158**
総資産	**4,914**	**5,551**	**6,567**	**7,645**
買掛金	**3,434**	**4,016**	**4,820**	**5,641**
未実施案件から収入	272	296	260	278
保険引当金	2,126	2,462	3,086	3,869
流動負債	**977**	**1,169**	**1,367**	**1,367**
非流動負債	3,375	3,928	4,713	5,514
負債総額	**59**	**88**	**107**	**127**
出資金	1,300	1,300	1,430	1,645
他の資本	30	40	51	60
未処分利益	150	195	266	299
株主資本総額	**1,480**	**1,535**	**1,747**	**2,004**
資本総額	**4,914**	**5,551**	**6,567**	**7,645**
流行中株数(100 万)	130	130	143	164

指標	2019	2020	2021	2022F
稼動能力				
合算比率	26.8%	29.3%	27.8%	28.0%
損失率	52.0%	52.4%	53.5%	54.4%
経費率	20.1%	17.3%	16.9%	15.9%
合算比率	98.9%	99.0%	98.2%	98.9%
投資状況				
総投資金利	8.6%	7.6%	7.6%	7.9%
純投資利億	6.6%	7.3%	7.0%	7.0%

指標	2019	2020	2021	2022F
収益性				
ROA	2.9%	3.5%	3.4%	3.4%
ROE	9.6%	12.6%	12.8%	12.8%
資産構成				
流動資産/総資産	88%	75%	86%	85%
短期負債/総資産	69%	71%	72%	72%
簿価	11,234	11,662	12,062	12,048

ソース: MIG, 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 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>