

MS&ADホールディングス 電話会議（2022年8月10日開催）

「米国 MGA 市場のフロンティング会社 Transverse Insurance Group, LLC 買収合意について」 説明会 質疑応答要旨

2022年8月10日に実施した電話会議の質疑応答（要旨）を以下のとおりまとめました。

なお、社名表示は以下の略称を使用しております。

MS Amlin : AUL、AAG、AISE、ACS を主とする各事業の合計

[AUL(MS Amlin Underwriting Limited)、AAG(MS Amlin AG)、

AISE(MS Amlin Insurance SE)、ACS(MS Amlin Corporate Services Limited)]

Transverse 社 : Transverse Insurance Group, LLC

Q1 : Transverse 社はフロンティング会社で、原則としてリスクを取らないキャピタルライトなモデルながら、一定のリスクを引受けるとのことですが、2025年に想定しているグロス収入保険料20億ドルに対して、どの程度リスクを保有し、収支残は何%ぐらいを想定していますか。また、フロンティング会社が貴社グループの傘下に入ることで、既存の取引先との関係に影響は出ないでしょうか。例えばグループ外の再保険会社との取引等において、何か影響を及ぼすようなものがあれば教えてください。

A1 : Transverse 社での保有は現在10%以下の水準であり、2025年度もこの水準を維持し10%以下とすることを想定しています。

Transverse 社では、自ら保有を拡大するよりも、むしろ、資料12ページの通り、良質なポートフォリオを有しているMGAとの取引拡大を行い、その再保険をMSMM、AUL、AAGで引き受けるというグループシナジーを考えています。このグループへの波及効果については、現時点の収支計画には織り込んでいませんが、良質なポートフォリオを有するMGAを開拓していくプラットフォームとしてTransverse社を使い、グループシナジーを拡大していきたいと考えています。

当社グループに入ることによる再保険取引へのマイナス影響は、基本的に生じないと考えています。当社がTransverse社を買収してこの事業領域に入っても、Transverse社の既存の再保険取引方針を尊重し、従来通り、同社の保有出再方針、および各再保険者のリスクアペタイトに従った再保険手配を行っていく予定ですので、Transverse社の既存の再保険会社との取引関係にマイナスの影響を及ぼすことはないと考えています。

Q2 : 今回の買収後、カナダを含む北米地域の事業として、足りない分野とその規模感等について教えてください。

A2 : 2025年の段階で、Transverse社で100億円弱の利益貢献を見込んでおり、さらにいろいろなシナジーを積み上げていく予定ですが、北米の市場規模から、この地域での事業投資のチャンス、収益機会はまだまだあると考えていますので、今後とも継続的に注視していきたいと考えています。

- Q3 : 収益構造ですが、グロス保険料の大体 2~3%程度が、フロンティング・フィーとして計上されるといふ理解で正しいですか。また、この手数料は一時的なものですか、もしくはリカーリングなものですか。
- A3 : フロンティング・フィーの水準は平均で 5%前後です。取扱い保険料に対してフロンティング・フィーが入ります。通常保険期間は 1 年ですが、更改のたびに、保険料に対し一定割合のフロンティング・フィーが入ってくる収益構造になっています。
- Q4 : アーンアウト条項ですが、資料 9 ページの利益見通しから上振れた金額の何割程度を支払う契約になっていますか。下振れた場合にはどのような対応をするのかも教えてください。また、アーンアウト条項の適用期間は定められていますか。
- A4 : 当社で保守的に見積もった Transverse 社の事業計画を相当超過達成しなければ、報道されているような水準の支払いは発生しない契約になっています。保守的な事業計画に対して後払いのアーンアウト条項にしているため、下振れた場合に、マイナスのペナルティを課するという条件にはしていません。アーンアウトの適用期間は、2025 年度までとしています。守秘義務がありますので、詳細な開示は差し控えさせていただきます。
- Q5 : 資料 9 ページに記載の Transverse 社の成長見通しについて、2022 年度と 2023 年度は確度が高いということですが、2025 年度までの成長について、もう少し具体的な確度を教えてください。また、保守的に見積もった計画に対して超過しないとアーンアウト条項は発生しないということですが、この保守的とは資料 9 ページに記載の計画が保守的ということでしょうか。
- A5 : 2024 年度、2025 年度の前年対比の増収率は、MGA 市場平均の成長率 15%前後を適用しています。既存契約の増収、レートアップ、Transverse 社の競争優位の向上によって無理なく達成できると考えています。資料 9 ページの見通しは、当社で保守的に見積もった数字です。この数字を大幅に超過しなければ、報道されているような水準の支払いは発生しません。
- Q6 : 買収金額に含まれるのれんの割合が大きいという印象を受けます。利益が見通しどおりであれば問題ありませんが、MS Amlin ではのれんの減損が発生しました。今回の M&A の、のれんの妥当性、社内での評価について教えてください。
- A6 : のれんの大きさに対しては、社内でも議論がありました。Transverse 社は設立後 3 年ですが、当社は今後の成長を買っています。のれんが一見大きい状況ですが、2025 年あたりまでは達成の確度が高いと見込んでおり、さらに現時点で織り込んでいない、いろいろなシナジー効果も加算していきます。Transverse 社をうまく使うことによって、のれんの減損等を回避しながら、当社グループへの利益貢献を積み上げていきたいと考えていますし、その方向に向かうと期待しています。

Q7 : 売り主の Virgo Transverse Core LLC は、どういった属性の株主なのか、教えてください。
A7 : Virgo という投資ファンドが設営しているプライベートエクイティファンドです。

Q8 : 資料 7 ページに、特長 3 として「優良リスクを一部限定的に保有」とありますが、このリスクとはどういうリスクなのかを教えてください。

A8 : 優良リスクの保有とは、Transverse 社のリスクアペタイトに照らして保有したいリスクを保有していくということです。例えば、Transverse 社がフロンティングを行っているプログラムの中には自然災害リスクを扱う取引がありますが、自然災害リスクは原則保有しないという Transverse 社のリスクアペタイトがあり、自然災害以外で優良なものを保有しています。具体的には、財物、賠償責任、労災、自動車などです。

Q9 : Transverse 社は、過去に Lakeview というブランクチェックカンパニーを通して、SPAC を使った IPO をトライされていた報道があったと思いますが、このプランは、今はなくなっているという理解でいいのでしょうか。もしくは、SPAC を使ってどこかと合併しようとか、そういうことも考えていらっしゃるのか。現状どういう扱いとなっているのか教えてください。

A9 : Transverse 社に関しては、SPAC を利用した上場プランはありません。報道については、確認してご連絡します。

【補足】

Transverse 社では資産運用の一環として、VC 投資や SPAC 投資を行っており、2021 年 5 月、2022 年 1 月・2 月に、Founder として設立した Lakeview Acquisition 社を使った SPAC 投資を試行しましたが、SPAC 投資へのマーケット環境が悪く資金が集まらず、断念した経緯にあります。これは Transverse 社自体の上場を企図したのではなく、他の未上場会社の上場をサポートし上場益を得ることを目的としたものです。

Q10 : 2022 年以降で見えている成約案件は、どのような領域が中心になっているのか、また、どのようなところに Transverse 社の強みや特徴があるのか、具体例を教えてください。

A10 : Transverse 社は、現在 12 社の MGA との間で 14 の取引プログラムがあり、今後も拡大していく意向です。地域・種目等の領域については多岐にわたっており、特定の地域・種目に特化して引き受けているものではありません。

Transverse 社の強みは、MGA にもリスクシェアリングをしてもらうことです。引受に自信のある MGA であれば、自ら設計した保険プログラムについてその一部を保有することにためらいはありませんので、これによって MGA、Transverse 社と再保険会社の 3 社が同じリスクとリターンを分け合うことができます。また、取引を行う MGA を厳選し、再保険会社が期待することを MGA に伝えることも、再保険会社からの信頼につながっています。これらの MGA と再保険会社のマッチングの運営が Transverse 社の強みになってい

ます。

Q11 : 買収の経緯について、1年前ぐらいから話があったとのことですが、本ディールは排他的なものだったのか、各種選択肢がある中でなぜ貴社が選ばれたのかについて教えてください。また、PER12倍とのことですが、同指標が現時点で見ておくべきバリュエーションということでしょうかを教えてください。

A11 : 買収の経緯は、AULのCEO Johan SlabbertとTransverse社のCEO Eric MatsonがAIG時代の旧友であったこともあり、競争入札ではなく、まずJohanに声がかかり、そこから相対で交渉が進んできたという経緯です。PER12倍は、他のMGAやフロンティング会社のバリュエーションと比較しても妥当な水準と見ていますが、何よりも将来キャッシュフローの割引現在価値に基づいて当社内で審査を行い、ROIで見ても妥当と評価しています。

SQ1 : バリュエーションは、例えば支配権をとることによるプレミアムのようなものはあまり含まれておらず、3~4年後の計画をベースに自然体で見たプレミアムであり、過度に高く購入したわけではないというのが貴社の見解でしょうか。

SA1 : ご理解の通りです。当面の成長の達成確度が見込めていますし、このプラットフォームを自由に活用して米国での事業の拡大を進めていくことでグループシナジーの拡大も見込めますので、振り返ってみれば安い買い物だったと言えるであろうと考えています。

SQ2 : 先方が貴社を選んだ理由は、やはりSlabbert CEOとの人間関係が大きかったということでしょうか。

SA2 : 当社は、米国元受の非日系ビジネスでは白紙に近い状態で、グループ内での競合関係が一切ないため、Transverse社としても、当社グループに入ることによって、グループ内のアペタイトや方針に従いながらも、効率的に事業を拡大するチャンスがあります。また、格付の引上げや、グループ内での各種シナジーの享受も期待できることから、当社の長期安定的な日本流の経営スタイルも含めて最も適したパートナーだと考えたと思っています。

Q12 : 2025年に向かった成長は、フロンティングマーケットの全体の成長と、Transverse社としてのシェアの伸長が2つ組み合わせられていると思いますが、フロンティングマーケットが2025年に向かったどのぐらいの成長することが前提とされているのかを教えてください。

A12 : 今後のフロンティング市場の拡大ですが、まずMGA市場が引き続き拡大していきます。一方で、通常の再保険取引ではなく、良質な元受契約へのアクセスを増やしたい再保険会社やILSファンドが多く存在しています。引受キャパシティを必要とするMGAとキャパシティを提供したい再保険会社やILSファンドとを仲介するフロンティング会社に対する

取引ニーズは、今後も拡大が継続すると見えています。

Q13 : 利益計画自体は非常に保守的であると理解しましたが、トップラインが伸びていくと利益が伸びるオペレーティングレバレッジが非常に高いビジネスモデルだと考えます。トップラインの伸びとコストの関係について教えてください。

A13 : トップラインとコストですが、通常の業容拡大に伴って内部管理のために社内のインフラが必要になってきますが、既存の当社米国現法のマネジメント会社が持っているインフラを活用できますので、追加的なコストをそれほどかけずにトップラインを伸ばせると見込んでいます。

Q14 : 利益計画の 2023 年度 USD30M、2025 年度 USD60M の達成への変動要素について教えてください。市場の成長率は勿論として、開拓スピード・手数料率の変動可能性・市場のハード化等が考えられると思います。2023 年から 2025 年の利益計画を保守的に作成したとのことですが、同変動要素をもう少し詳しく教えてください。

A14 : 利益計画に対する上振れの要素の一つとして市場のハード化が考えられます。種目によっては現在も料率のハード化が続いており、再保険市場のキャパシティの増減によってさらにハード化が進む可能性もあり、これは利益へのプラス要素となります。また MGA の数が今後増えていけばフロンティング市場もそれに伴い拡大することから Transverse 社の収益構造の上振れに繋がると考えています。フロンティング手数料水準は安定していますので、これが大きく上下することは考えていません。一方、保有はあまり取らないビジネスモデルですので保険引受利益がボトムラインの引き上げに繋がっていくことは考えていません。今後、当社グループのプラットフォームとしていろいろな良質な案件を取り込んでいくことによって、Transverse 社のフロンティング手数料収入の拡大と、グループ会社における保険引受の利益の拡大に繋がっていくことを期待しています。

以上