



VLAAMSE FEDERATIE VAN BELEGGERS

Ageas: verslag investor day Lissabon (6 juni 2017)

Na de overname van de verzekeringsactiviteiten van AXA in Portugal in maart 2016 organiseerde Ageas haar investor day in Lissabon. De verschillende thema's die aan bod kwamen waren: Portugal, Groot-Brittannië, Azië, creatie van vrije cash-flow, solvabiliteit, de financiële doelstellingen en een allesomvattende presentatie door CEO Bart De Smet.

Portugal

De aanwezigheid van Ageas in Portugal gaat terug tot het jaar 2005 toen de groep een partnership sloot met de bank Millennium BCP, een investering van 510 miljoen euro. In 2015 verhoogde het haar belang in schadeverzekeringen/Medis (ziekteverzekering) van 51% naar 100%, een investering van 123 miljoen euro. Tegelijk werd het distributie-akkoord in leven en niet-leven verlengd tot 2029. In 2016 nam Ageas dan AXA Portugal over voor 264 miljoen euro. Met deze belangrijke investeringen is Portugal nu een nieuwe thuismarkt voor Ageas geworden. Het is er actief via verschillende distributiekanaalen (bankverzekering, direct, agenten en eigen vertegenwoordigers).

In levensverzekeringen (26% marktaandeel) en pensioenen is het nummer een in het land, in ziekteverzekeringen bekleedt het de tweede plaats, de derde in schadeverzekeringen (marktaandeel van 7% naar 14% door overname AXA Portugal). In totaal is het de tweede Portugese verzekeraar.

Door de eerste consolidatie van AXA Portugal (nu Ageas Seguros) steeg de courante winst van Portugal van 37 naar 52 miljoen euro in 2016, goed voor 6% van de verzekeringswinst van Ageas. In feite droeg Ageas Seguros weinig bij tot de winst door haar lage rendabiliteit, een mogelijke turnaround op termijn kan de winstbijdrage van Portugal sterk verhogen. Ageas zette reeds belangrijke stappen, een week na de overname in maart 2016 werden initiatieven genomen naar het personeel en naar de agenten toe. In september 2016 was er al een impact op het vlak van de premie-omzet. In een tweede fase worden de systemen en de tarifiering aangepast, daarna de personeelsstructuur. In 2019 zou Portugal de groepsdoelstelling van een rendement op eigen vermogen van 11% tot 13% moeten realiseren.

Groot-Brittannië

In Groot-Brittannië is Ageas actief sinds 2003. Het heeft een marktaandeel van 3,3%, vnl. opgebouwd door talrijke overnames en partnerships. De Britse markt wordt gekenmerkt door een hoge concurrentie, een hoge prijsgevoeligheid en een lage rendabiliteit. In principe moet het gros van de winst behaald worden met financiële resultaten. Ageas heeft een heel tegenvallend jaar 2016 achter de rug. Door de daling van het GBP ging de premie-omzet in euro 10% achteruit. Op het vlak van het resultaat was de situatie nog tegenvallender met een verlies van 156 miljoen euro door voor 213 miljoen euro uitzonderlijke elementen zoals een herstructurering (kost 27 miljoen euro) en een provisie van 155 miljoen euro door een scherpe verlaging van de verdisconteringsrente voor ziekte- en invaliditeitsuitkeringen. Net als in 2015 was er in 2016 een negatieve impact door storm- en waterschade, doch meer uitgesproken in 2015 waardoor de winst er verschrompelde tot 30 miljoen euro. In de jaren voordien kwam de winst steevast boven 100 miljoen euro uit. Ageas is dus verplicht geweest om maatregelen te nemen om de rendabiliteit van haar activiteiten te herstellen, zoals een herstructurering (Glasgow) en door premieverhogingen door te voeren. 2017 kan dus een volatiel jaar worden, de vraag is immers hoe de klant zal reageren op de prijsverhogingen en of de sectorgenoten gelijkaardige verhogingen zullen doorvoeren.

VFB vzw, correspondentieadres : Blarenberglaan 4 2800 Mechelen Tel.: (015) 21 51 60

De verstrekte informatie steunt op betrouwbare bronnen en zorgvuldige analyse. De VFB kan geenszins aansprakelijk gesteld worden voor gederfde winst of verlies naar aanleiding van de verstrekte informatie of het gebruik ervan. Niets uit deze publicatie mag worden veelelvoudigd en/of openbaar gemaakt door middel van fotocopy, druk of op welke andere manier ook, zonder voorafgaandelijke schriftelijke toestemming van de Vereniging.

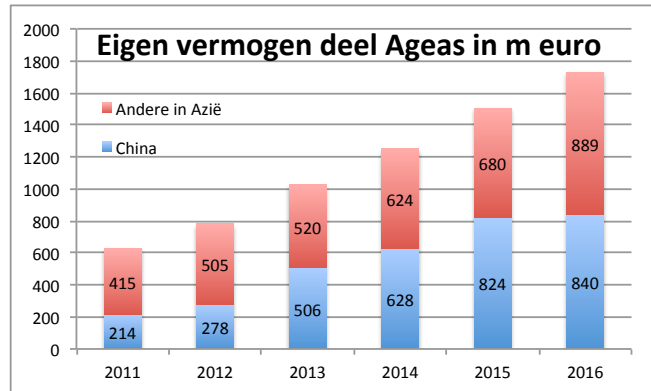


Azië

Wat Azië betreft, heeft de groep in het verleden steeds gekozen voor partnerships, vooral met sterk lokaal verankerde financiële instellingen. Enerzijds werd met banken een bankverzekering-concept uitgebouwd, anderzijds leverde Ageas haar verzekeringsknowhow aan Aziatische verzekeringsmaatschappijen. Over die partnerships en over de mogelijke nadelen ervan worden regelmatig vragen gesteld, maar Ageas merkt op dat het op eigen kracht of via (dure?) overnames nooit hetzelfde resultaat als vandaag had kunnen bereiken.

En dat die partners tevreden zijn met Ageas als partner bewijst de uitbreiding van de samenwerking met het Thaise Muang Thai Group naar nieuwe landen zoals Vietnam, Laos en Cambodja.

Dat Ageas een heel sterke groei kent in Azië, hebben we de voorbije jaren al enkele keren belicht, bijvoorbeeld via de evolutie van de premie-inkomsten. Hierbij geven we de evolutie van het deel van Ageas in het eigen vermogen van de Aziatische dochterbedrijven.



Ook moeten we de intrede in de Filipijnen vermelden, een 50% venture met de snelgroeiende lokale bank EastWest. De opstartkosten zorgden voor een verlies van 6 miljoen euro, de premie-omzet bedraagt 5 miljoen euro. Nuttig om weten is dat de Filipijnse bevolking relatief jong is en sterk digitaal actief is. Ageas zal hier dus relatief snel al zijn technologische troeven kunnen inzetten.

De sterke groei in Azië en het grotere belang in de waarde van Ageas van deze groei, zet Ageas ertoe aan om meer gedetailleerde financiële info ter beschikking te stellen in de loop van de volgende kwartalen. Feit is ook dat de analisten heel uiteenlopende waarderingen geven over de Aziatische activiteiten, gaande van een minimum van 2,214 miljard euro tot een maximum van 3,678 miljard euro, of een verschil van meer dan 50%.

Wat de solvabiliteit betreft, wensen we niet teveel in detail te gaan, vanwege de hoge techniciteit, maar we merken wel op dat de waarde van de Aziatische activiteiten niet meegeteld wordt in de de Solvency II – ratio! Integratie van die waarde zou de solvabiliteitsratio van de verzekeringen van 179% eind 2016 met 20% verhogen.

Creatie van vrije cash-flow

Het aanzicht van de verzekeringssector is gewijzigd van groei naar waarde met een toenemende focus op dividendcapaciteit en dividendduurzaamheid. Het kader van Solvency II houdt in vergelijking met de IFRS-boekhoudregels (bepaalt het netto resultaat en daarmee wordt een dividend gefinancierd) meer rekening met toekomstige ontwikkelingen en is daarom nuttiger naar alles wat met duurzaamheid te maken heeft. De vrije cash-flow wordt dan gedefinieerd als de evolutie van jaar tot jaar van het vrije kapitaal, d.i. het verschil tussen de waarde van het eigen vermogen minus het minimale verplichte eigen vermogen. Ageas voegt er onmiddellijk aan toe dat de berekening van de solvabiliteitsratio gebaseerd is op heel voorzichtige assumpties.

VFB vzw, correspondentieadres : Blarenberglaan 4 2800 Mechelen Tel.: (015) 21 51 60

De verstrekte informatie steunt op betrouwbare bronnen en zorgvuldige analyse. De VFB kan geenszins aansprakelijk gesteld worden voor gederfde winst of verlies naar aanleiding van de verstrekte informatie of het gebruik ervan. Niets uit deze publicatie mag worden veelelvoudigd en/of openbaar gemaakt door middel van fotocopye, druk of op welke andere manier ook, zonder voorafgaandelijke schriftelijke toestemming van de Vereniging.

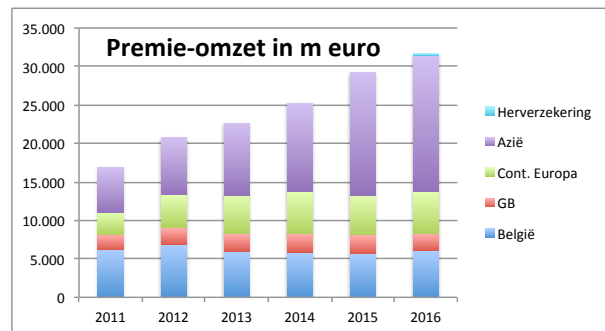


Alle regio's/segmenten werden doorlopen met alle wijzigingen die de vrije cash-flow helpen bepalen. Voor de ganse groep werd over 2016 een vrije cash-flow van 611 miljoen euro berekend. Maar de aandacht ging naar de operationele impact (de andere elementen zijn heel volatiel en minder recurrent) en dat bedrag kwam uit op **359 miljoen euro**, en dat is lager dan het uitgekeerde dividend van **417 miljoen euro**. De conclusie van sommige aanwezigen was onmiddellijk dat het dividend van Ageas hierdoor niet duurzaam zou zijn, lees verlaagd zou kunnen worden. Maar als we de verschillende getallen van elk segment optellen bekomen we een vrije cash-flow van **578 miljoen euro**, wat ruim boven de 417 miljoen euro dividend ligt. Daarnaast gaf het management nog mee dat in België in het eerste kwartaal van 2017 de vrije cash-flow uitkwam op **177 miljoen euro** (100% van AG Verzekeringen), tegenover **247 miljoen euro** voor het volledige jaar 2016. Feit is ook dat begin 2016 in België er een sterke instroom was van gelden van levensverzekeringen, op korte termijn brengen die kosten mee, terwijl de winst maar in de volgende jaren naar boven komt.

Door het grote verschil in cijfers van jaar op jaar kan men inderdaad de vraag gaan stellen of de methode van creatie van vrije cash-flow niet meer vragen creëert dan beantwoordt. Op zich hebben we geen probleem met de notie van creatie van vrije cash-flow, we gebruiken bijna niets anders bij de 'gewone' bedrijven. De kunst is wel om een soort van duurzame, courante vrije cash-flow te berekenen en niet een cijfer dat van jaar tot jaar sterk evolueert. Ageas heeft hier dus nog werk aan de winkel. De verdienste van Ageas is wel dat ze als eerste deze oefening maakt, net zoals ze anderhalf jaar geleden een van de eersten in de sector was om haar bevindingen en berekeningen rond Solvency II te presenteren.

Slotpresentatie door CEO

In zijn slotpresentatie voor de investor day gaf CEO Bart De Smet een financieel overzicht en behandelde hij vragen die regelmatig gesteld worden over Ageas. Een van die vragen is de consistentie van de premie-omzet, o.a. van de levensverzekeringen in België, de schadeverzekeringen in Continentaal Europa en de duurzaamheid van de groei in Azië. De grafiek met de evolutie van de premie-omzet spreekt voor zich.



Een andere terugkomende vraag is deze met betrekking tot de rendabiliteit van producten met gegarandeerde rente die enkele verzekeraars in problemen heeft gebracht. Ageas toont hier duidelijk aan dat haar verplichtingen ingedekt zijn en een mooie marge kunnen en zullen realiseren.

	2013	2014	2015	2016
Gegarandeerde rente	2,80%	2,71%	2,63%	2,49%
Geschat ingedeekt rendement	4,47%	4,34%	4,21%	3,95%
Uitstaand bedrag in mia euro	47,6	51,8	50,3	52,9

Nieuwe productie	2014	2015	2016
Gegarandeerde rente	2,89%	2,11%	1,71%
Geschat ingedeekt rendement	3,39%	2,61%	2,21%
Uitstaand bedrag in mia euro	4,6	4,2	4,5

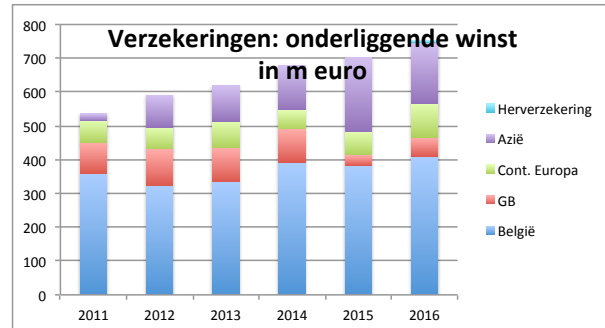
VFB vzw, correspondentieadres : Blarenberglaan 4 2800 Mechelen Tel.: (015) 21 51 60

De verstrekte informatie steunt op betrouwbare bronnen en zorgvuldige analyse. De VFB kan geenszins aansprakelijk gesteld worden voor gederfde winst of verlies naar aanleiding van de verstrekte informatie of het gebruik ervan. Niets uit deze publicatie mag worden vervoelvoudigd en/of openbaar gemaakt door middel van fotocopie, druk of op welke andere manier ook, zonder voorafgaandelijke schriftelijke toestemming van de Vereniging.



VLAAMSE FEDERATIE VAN BELEGGERS

Wat de langere termijn betreft, ook naar het dividend toe, denken we dat de evolutie van de onderliggende winst (zonder uitzonderlijke elementen) vandaag misschien relevanter is voor de dividendevoortgang dan de evolutie van de vrije cash-flow. In feite keert Ageas een bepaald percentage van die winst uit als dividend. Dat die winst steeg van 536 miljoen euro in 2011 naar 751 miljoen euro in 2016 moet vertrouwen geven.



In dit kader kunnen we nog toevoegen dat Ageas jaarlijks 120 tot 140 miljoen euro meerwaarden realiseert op zijn beleggingsportefeuilles. 2014 en 2015 waren wel uitzonderlijke jaren met cijfers van 186 en 183 miljoen euro, 2012 en 2016 waren iets minder met 97 en 86 miljoen euro.

Diverse

Minder belangrijk op korte termijn, maar nuttig om weten, is dat Ageas sterk investeert in de toekomst. Op jaarbasis investeert het gemiddeld 50 miljoen euro in nieuwe technologische ontwikkelingen, een bedrag dat in 2016 verhoogd werd met 25 miljoen euro (jaarlijkse inspanning nu 75 miljoen euro). Het resultaat van de inspanning mondt uit in nieuwe volledige digitale producten, zoals daar zijn 'yongo' (zie www.yongo.be) in België, 'back me up' in Groot-Brittannië (zie <https://www.backmeup.co.uk>) of Ageas Elastic Home Insurance ook in Groot-Brittannië. Daarnaast neemt Ageas ook deel aan B-Hive, het Belgische fintech platform en is het toegetreten tot B3i, een initiatief met 14 grote verzekeraars rond blockchain. Andere elementen die hoog op de radar staan zijn data-analyse, robotica voor behandeling van vragen en schadedossiers, connected homes, de zelfrijdende wagen, enzoverder.

Ons besluit

De investor day leverde heel wat nuttige informatie op om de onderliggende evolutie bij Ageas beter te kunnen begrijpen. We onthouden vooral dat Portugal heel wat potentieel biedt voor de groep in de volgende jaren, dat Groot-Brittannië een moeilijk dossier is waar de nodige maatregelen genomen werden, dat Azië met de dag belangrijker wordt voor de groep door groei in de bestaande markten, alsook door de opstart in nieuwe landen. We kunnen er wel niet omheen dat de verzekeringsmaterie naar cijfers toe, heel complex blijft, zowel qua rapportering als qua regulering. Maar hier levert Ageas heel belangrijke inspanningen om die complexiteit op een duidelijke manier te communiceren en te verklaren.

Wat de waardering betreft, houden we vast aan onze relatief eenvoudige berekening. We starten bij de huidige marktkapitalisatie van 7,46 miljard euro. Hiervan trekken we de netto cash af op holdingniveau van 1 miljard euro. Dat geeft een waarde van 6,46 miljard euro voor de verzekeringsactiviteiten. Gaan we uit van een jaarlijkse winst van een conservatieve 700 miljoen euro (was 751 miljoen euro in 2016), dan brengt dat de koers/winstverhouding op 9,2. We denken niet dat dit een hoge ratio is. Niet onbelangrijk om toe te voegen is het netto dividend van 1,19 euro (zonder het uitzonderlijke deel van 0,40 euro bruto in 2016 door meerwaarde van de verkoop van het filiaal in Hong Kong), goed voor een netto rendement van 3,32%.

Gert De Measure (8 juni 2017, koers Ageas: 35,60 euro)

VFB vzw, correspondentieadres : Blarenberglaan 4 2800 Mechelen Tel.: (015) 21 51 60

De verstrekte informatie steunt op betrouwbare bronnen en zorgvuldige analyse. De VFB kan geenszins aansprakelijk gesteld worden voor gederfde winst of verlies naar aanleiding van de verstrekte informatie of het gebruik ervan. Niets uit deze publicatie mag worden vervoelvoudigd en/of openbaar gemaakt door middel van fotocopie, druk of op welke andere manier ook, zonder voorafgaandelijke schriftelijke toestemming van de Vereniging.