

Opkuisoperatie achter de rug



Tom Simonts
Bolero marktspecialist/auteur Beurs bij 't Ontbijt

Ageas: relatief goedkoop goedhuisvaderaandeel met potentieel

Een doorgedreven opkuis van de balans maakt definitief komaf met het niet zo roemruchte verleden van Ageas. De internationale verzekeringsmaatschappij stoomde op naar de top20 van Europa. Het heeft 13 000 werknemers in dienst. Ageas heeft de goede gewoonte om zijn aandeelhouders te verwennen met aanzienlijke kapitaaluitkeringen én een sterke winstgroei. De jaarlijkse instroom van premie-inkomsten schommelt boven de 20 miljard euro.

Een internationale speler Ageas is van vele markten thuis, maar België is en blijft de thuishaven van Ageas. De groep heeft een belang van 75 % in handen, terwijl de overige 25 % gecontroleerd wordt door BNP Paribas Fortis. Het is marktleider in zowel levensverzekeringen als pensioenverzekeringen. In het segment niet-leven (voornamelijk auto-, brand- en arbeidsongeschiktheidsverzekeringen) behoort het eveneens tot de top van de markt. De distributie van de verzekeringsproducten gebeurt voornamelijk door bankverzekeraars (in België via BNP Paribas Fortis) en een scala aan makelaars. Een overzicht van de andere activiteiten van de groep:

Verenigd Koninkrijk: Ageas is hier een van de marktleiders in niet-levensverzekeringen. Dat is grotendeels te danken aan de overname van Groupama in oktober 2012. Het is de tweede grootste speler geworden op het vlak van autoverzekeringen en de zesde grootste op het vlak van inboedelverzekeringen.

Contentinaal-Europa: De activiteiten omvatten een diverse mix van kleinere activiteiten, verspreid over verschillende landen, waaronder Turkije, Portugal, Italië, Frankrijk en Luxemburg. Ze genereren een laag rendement op het eigen vermogen omwille van de kleine omvang. Er is nood aan consolidatie en schaalvergroting, ofwel aan een verkoop van enkele van de activiteiten. Op die manier kan het kapitaal op een meer efficiënte manier worden aangewend.

Azië: We beschouwen de Aziatische activiteiten als de parel van de groep. Ze genereren ongeveer 20 % van de totale groepswinst en hebben een veel dynamischer en hoger groeiprofiel dan het groepsgemiddelde. De activiteiten in Hong Kong zijn volledig in eigen handen. Daarnaast bestaan

verschillende samenwerkingsakkoorden in China, Malysië, Thailand en Indonesië.

Het verleden ligt achter de rug Na de opkuisoperatie en verkoop van de zogenaamde 'legacy assets', waar de groep overigens veel succes mee boekte, beschikt Ageas vandaag over een enorme cashreserve van bijna twee miljard euro. Dat biedt een royale financiële flexibiliteit, maar houdt ook het risico in dat het management mogelijk al te voortvarend in nieuwe projecten gaat investeren. In de voorbije jaren werden al verschillende overnames gedaan die vandaag niet echt het verhoopte rendement opleveren. Aan de andere kant kregen aandeelhouders een stabiel en groeiend dividendrendement van 4 % uitbetaald én een superdividend van een euro per aandeel. Dat heeft voor een verbeterd rendement gezorgd door een optimalisatie van de kapitaalstructuur.

Op het overnamepad Recente meldde de Italiaanse verzekeraar Unipol dat het "een onaanvaardbaar bod van een niet nader genoemd bedrijf heeft verworpen". Dat bod was afkomstig van Ageas, dat nooit onder stoelen of banken heeft gestoken dat het in Italië aan uitbreiding dacht. Uiteindelijk werd bekend dat Allianz de kaas van tussen de Ageas-boterham heeft gesnoept en daar kunnen we best mee leven. De overname van Unipol riskeerde namelijk niet aan de verwachtingen van de markt te beantwoorden. We verwachten niet dat Ageas nog een hoger bod zal uitbrengen. Een prijzenoorlog is te allen tijde te vermijden.

De Italiaanse nederlaag wil niet zeggen dat de honger naar nieuwe opportuniteiten gestild is. CEO Bart De Smet blijft naarstig op zoek en zou naar verluidt zijn oog hebben laten vallen op het Italiaanse Carige. Dat is alvast een minder risicovolle transactie, die daarenboven nog eens van een veel kleinere omvang is.

Vooruitblik 2015 Voor 2015 mikken we op een verbeterende mix tussen leven en niet-leven (60/40, waar dat in 2011 nog 71/29 was). Het rendement op eigen vermogen zou tot boven 11 % moeten stijgen opzichte van 7 % in 2011. De combined ratio zou onder de 100 % moeten duiken. Dat is

vandaag al het geval, maar het doel is duidelijk om de ratio verder te verbeteren tot een niveau dat onder de 98 % ligt.

We houden geen rekening met een aantal evoluties die als kers op de taart kunnen dienen.

- Er zit op dit moment heel wat waarde verborgen in het 24,9 % belang in Taiping Life, de zesde grootste Chinese verzekeraar.
- Een mogelijk dividend van Royal Park Investments werd niet ingecalculeerd, ook al is Royal Park verkocht en zal Ageas zo'n 200 miljoen euro ontvangen. Hou er wel rekening mee dat dit geld niet zal doorvloeien naar de aandeelhouders.
- De mogelijke verkoop van de call-opties op BNP Paribas is wel interessant, omdat Ageas de opbrengst wél integraal zal uitbetalen aan zijn aandeelhouders.
- Er kan nog voor een totaal van 909 miljoen euro aan niet-gerealiseerde meer-

waarden op vastgoed en mogelijke desinvesteringen van Ageas France, Ageas UK Life en/of de Turkse activiteiten gerealiseerd worden.

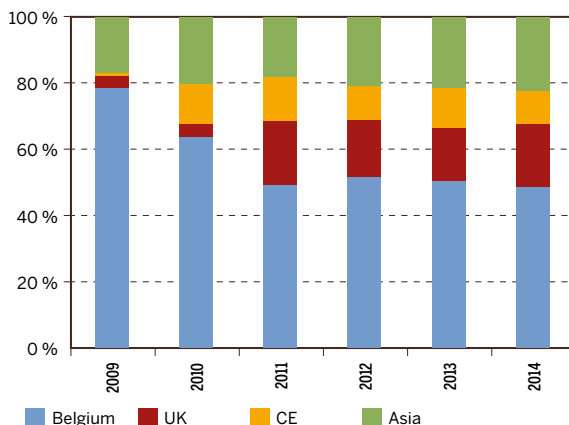
Waardering Met een som-der-delen-model komen we aan een theoretische waarde van 42 euro. Het aandeel is daarmee vandaag nog altijd aantrekkelijk gewaardeerd ten opzichte van zijn sectorgenoten: het mikt op waardecreatie door middel van bijkomende rendementsverbeteringen en een toenemende focus op de opkomende markten. Dat laatste is een uitvloeisel van een slimme strategische zet tien jaar geleden. Dat heeft ervoor gezorgd dat de Aziatische activiteiten vandaag meer dan 20 % van de winst vertegenwoordigen, meteen

goed voor de belangrijkste groeimotor van de groep. Het rendement in de opkomende landen is aanzienlijk hoger dan in de meer mature kernlanden en nieuwe acquisities zijn er zeker niet uitgesloten.

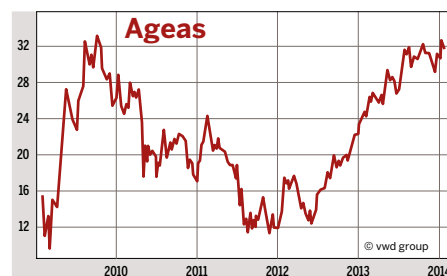
Conclusie Ageas blijft ons top pick aandeel in de financiële sector in de Benelux. Het aandeel van de verzekeraar heeft heel wat kenmerken van een relatief goedkoop goedhuisvaderaandeel, met een risicoprofiel dat aanzienlijk lager is dan dat van de markt. We stippen de verwachte en stabiele groei, het aantrekkelijke rendement (ongeveer 5 %, met daarbovenop een inkoopprogramma en de mogelijkheid van uitzonderlijke kapitaaluitkeringen) en de kans

dat een aantal bijkomende meevallers als koerskatalysator kunnen fungeren aan. Daarbovenop verwachten we dat de langetermijnrentes opwaarts zullen bewegen en zelfs dat is positief. Dat zou er namelijk voor zorgen dat Ageas middelen kan herinvesteren aan hoge-

Nettowinstbijdrage van de Belgische activiteiten daalde gestaag sinds 2009



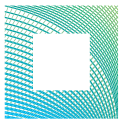
re rentevoeten, terwijl het aan de kant van de verplichtingen een gegarandeerd rendement moet blijven uitbetalen. Positief dus voor de rentemarge en als dusdanig ook voor de nettowinst. We blijven overduidelijk overtuigd koper van het aandeel, ook al is de opwaartse beweging van de voorbij twee jaar al behoorlijk indrukwekkend geweest.



REDACTIE 24 JANUARI 2014

KOERS 32 EURO

WWW.AGEAS.COM



VALUE SQUARE
investing ourselves

www.value-square.be

Om de waarde van iets te zien moet je voorbij de cijfers kijken.
Woodlands Australia - Cattle farm



Asset Management volgens de principes van het Value beleggen

- Vermogensbeheer
- Beleggingsadvies
- Aandelenbevekt: Value Square Fund Equity World
- Institutioneel beheer

TALUBO & TALUBO

Maaltecenter Blok G
Derbystraat 319
B-9051 Gent

t +32 9 241 57 57
info@value-square.be