

## Ageas: achteruitblik

**De koers van Ageas** lijkt gevangen te zitten in een vork tussen 30 en 31 euro en sinds begin maart 2014 presteerde het aandeel 10% minder goed dan de Bel20. Moeten we ons zorgen maken of is er niets aan de hand? We moeten wel de zaken in het juiste perspectief plaatsen, want in de afgelopen 3 jaar deed Ageas het 40% beter dan de Bel20. Tegen die achtergrond kan het nuttig zijn om de operationele prestaties van Ageas eens onder de loep te nemen. Zo maakten we een vergelijking van de verzekeringsprestaties in het jaar 2010 met deze van het jaar 2013. De prestaties mogen er zeker zijn, zijn geen eendagsvlug en strekken zich uit over de 4 geografische rapporteringsgebieden.

**Premie-inkomsten** Op het eerste zicht kan de 11%-daling van de premie-inkomsten in België in de periode 2010/13 vragen oproepen, maar de daling is volledig te wijten aan de tak levensverzekeringen die lijdt onder de daling van de markttrente en onder de hoge taksen. Dat belette de groep niet om de winst in België in die periode met 27% te verhogen. De daling van de gecombineerde kostenratio (combined ratio in het Engels, som van schade- en beheerskosten) van 105,6% naar 99,9% bij schadeverzekeringen is hier niet vreemd aan. In de andere geografische regio's merken we eveneens een daling van deze ratio. In Azië vermelden we die niet omdat Ageas er in heel beperkte mate actief is in schadeverzekeringen (vnl. in levensverzekeringen).

In Groot-Brittannië deed Ageas het uitstekend met een groei van de premie-inkomsten van 89% in de periode 2010-13. Naast interne groei liet Ageas zich vooral opmerken met overnames (Kwik Fit Insurance Services, Castle Cover en Groupama UK). Het Britse verlies van 16,8 miljoen euro in 2010 was het gevolg van een grote schadelast door stormweer en vormt in feite geen goede vergelijkingsbasis. Belangrijker evenwel is het mooie resultaat van 100,3 miljoen euro in 2013.

In continentaal Europa versterkte Ageas zich ook met enkele overnames, meer bepaald via partnerschappen in Italië en Turkije. De premie-inkomsten stegen 31% in de betreffende periode, de nettowinst klom zelfs 50%.

In absolute cijfers zijn de premie-inkomsten in Azië omvangrijk, maar het betreft de inkomsten van alle participaties aan 100%, terwijl Ageas in veel gevallen maar een minderheidsparticipatie bezit. Het gaat hier dan minder om de absolute cijfers, dan wel om de groei van 50% die neergezet werd in 4 jaar tijd. De winstbijdrage uit Azië kende een gelijkaardige succesvolle evolutie.

Op basis van dit kort overzicht mogen we besluiten dat op verzekeringsvlak Ageas in de periode 2010/13 een niet onaardig parcours heeft afgelegd. De erfenissen uit het Fortis-verleden werden eveneens goed aangepakt en met het cash-overschot werden er in de voorbije jaren ongeveer 35 miljoen aandelen ingekocht, te vergelijken met afgerond 230 miljoen uitstaande aandelen eind 2013.

**Waardering** Maar wat met de huidige waardering? Met een boekwaarde van 39,99 euro eind maart 2014 noteert Ageas slechts 0,76 maal de boekwaarde. Ter vergelijking: Axa noteert 0,9 maal de boekwaarde, Allianz 1,08 maal. Het brutodividend van Ageas bedraagt 4,6% (3,7% netto), bij Axa is dat 5% en bij Allianz 4,6%. Om de koers/winstverhouding van Ageas te berekenen, trekken we eerst de cash op holdingniveau af van de beurswaarde (1,8 miljard euro) en gaan we uit van een genormaliseerde winst van de verzekeringstak van 650 miljoen euro (zie ook update van augustus 2013 op de VFB-website). Dat levert een koers/winstverhouding op van 8,1. Ter vergelijking bij Axa is dat 8,2, bij Allianz 8,9.

In dit kleine overzicht van waarderingsratio's houden we geen rekening met de hoge solvabiliteitsratio's van de verschillende verzekeringsfilialen. Dat sommige filialen een te hoge solvabiliteit en een overschot aan kapitaal hebben, werd vorige maand duidelijk met een opvallende transactie.

In Portugal bezit Ageas 51% in een partnerschap met de lokale bank Millenium BCP dat 49% bezit. Samen bieden ze verzekeringen aan voor het bancaire netwerk van Banco

Comercial Portugues. Ze beslisten in mei om de kleinere activiteit in schadeverzekeringen volledig bij Ageas onder te brengen. Maar eerst werd er voor 290 miljoen euro cash uitgekeerd aan de 2 aandeelhouders door vrijmaking van reserves. Dergelijk hoog bedrag

(in miljoen euro)	Premie-inkomen			nettowinst			Combined ratio	
	FY10	FY13	Δ10/13	FY10	FY13	Δ10/13	FY10	FY13
België	6709	5956	-11,2%	263,5	334,9	27,1%	105,6%	99,9%
Groot-Brittannië	1207	2284	89,2%	-16,8	100,3	n.r.	104,9%	98,4%
Continentaal Europa	3933	5156	31,1%	51,1	76,7	50,1%	99,0%	93,7%
Azië	6093	9134	49,9%	93,5	142,3	52,2%	n.r.	n.r.
	17.942	22.530	25,6%	391,3	654,2	67,2%		

is opmerkelijk gelet op het eigen vermogen van de venture (116 miljoen euro), van de jaarwinst van 12 miljoen euro en van het premie-inkomen van 251 miljoen euro (ter vergelijking: in levensverzekeringen bedroeg de premie-omzet 1,5 miljard euro in 2013). In een tweede fase kocht Ageas het 49%-belang van Millenium BCP over voor 122,5 miljoen euro. M.a.w. met het geld dat uit de joint-venture werd gehaald, kon Ageas de overname van 49% financieren.

Deze transactie maakt duidelijk dat er bij Ageas onderliggend nog waarde zit die niet tot uiting komt in de boekwaarde of het eigen vermogen. Hoe groot die onderliggende waarde is, is voor buitenstaanders heel moeilijk te berekenen en hangt af van de vereisten op het vlak van solvabiliteit, vereisten die per land en per soort van verzekeringsactiviteit sterk kunnen verschillen.

Om een lang verhaal kort te maken, kunnen we stellen dat het aandeel Ageas zeker niet overdreven duur noteert vandaag.



GERT DE MESURE

ANALIST VFB

REDACTIE 6 JUNI 2014

KOERS 30,60 EURO

WWW.AGEAS.COM

