


# Aandelenfocus

 @Bolero\_BE volgen

 @TSimonts volgen

## “Ageas”

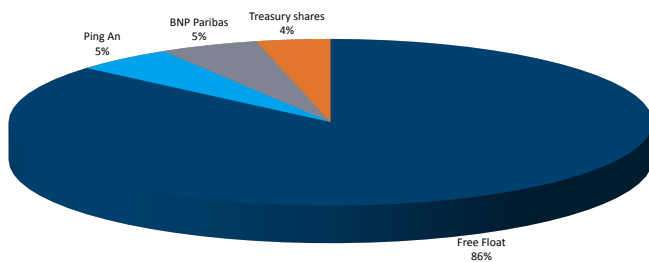
“Relatief goedkoop goedhuisvadersaandeel”

Ageas	Koers: EUR 30,8	Koersdoel: EUR 42	Advies: KOPEN	
BE0974264930	<b>WPA (EUR)</b>	<b>KW</b>	<b>Bruto dividend (EUR)</b>	<b>Dividendrendement</b>
<b>2012</b>	2,74	11,26	1,20	3,9%
<b>2013</b>	2,97	10,38	1,49	4,8%
<b>2014</b>	3,41	9,03	1,71	5,5%

### Ageas in een notendop

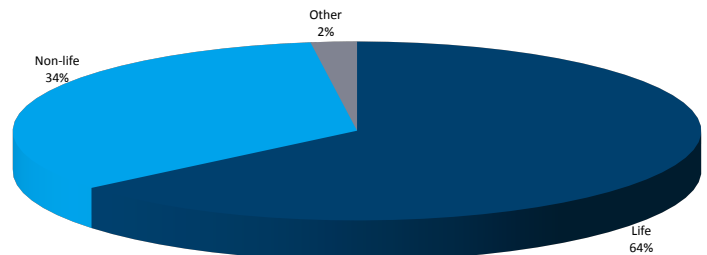
Ageas is een internationale verzekeringsmaatschappij in de top-20 van Europa. De groep is actief in twee continenten: Europa en Azië en heeft 13.000 werknemers onder zich. Ageas is een verzekeraar die zijn aandeelhouders verent en keer op keer een sterke winstgroei laat zien. De jaarlijkse bruto-instroom licht boven 20 miljard euro. Door een doorgedreven opkuis van de balans, werd bijna definitief komaf gemaakt met een niet zo roemrucht verleden.

### AANDEELHOUDERSSTRUCTUUR



Bron: Bolero, KBC Securities

### OMZETSVERDELING



Bron: Bolero, KBC Securities

### Bedrijfsstructuur

De hoofdmarkt van Ageas ligt in België. Daar is het bedrijf marktleider in zowel levensverzekeringen als pensioenverzekeringen. In niet-leven heeft ze de tweede plek veroverd. De distributie van hun producten is voornamelijk gericht op de bankverzekeraars en via brokers. Die belgische activiteiten zijn voor 75% in eigen handen. De overige 25% wordt gecontroleerd door BNP Paribas Fortis.

In het Verenigd Koninkrijk is Ageas een van de leaders in niet-levensverzekeringen. Aan de hand van de Groupama acquisitie, die al van 31 oktober 2012 dateert, is Ageas de tweede grootste speler geworden op vlak van autoverzekeringen en de zesde grootste op vlak van inboedelverzekeringen.

Contentinaal-Europa daarentegen heeft een diverse mix van kleinere operaties die over heel het oude continent zijn verspreid. Dit omvat bijvoorbeeld activiteiten in Turkije, Portugal, Italië, Frankrijk en Luxemburg. De activiteiten in Continentaal-Europa genereren slechts een laag rendement op het eigen vermogen. Dit komt voornamelijk door hun **subscale nature**. Net om die reden hopen we dat het management enkele activiteiten gaat afstoten om op die manier het rendement op hun verzekeringsactiviteiten te verhogen.

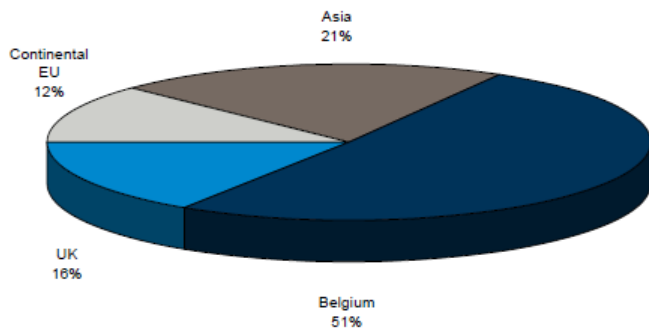
De activiteiten die Ageas in Azië verricht, worden gezien als de parels van de groep. Vandaag stellen ze ongeveer 20% van de totale winst van het bedrijf voor maar vooral hun groei is erg belangrijk. In Hong Kong bezit het bedrijf activiteiten die het volledig in eigen handen heeft. Daarnaast heeft het ook enkele samenwerkingsakkoorden in China, Malysië, Thailand en Indonesië.

# Aandelenfocus

Door de opkuisoperatie en verkoop van de zogenaamde “legacy assets”, waar de groep overigens veel succes mee boekte, beschikt Ageas vandaag over een enorme buffer van bijna twee miljard euro. Dat biedt een royale financiële flexibiliteit. Dat zorgt helaas voor het risico dat het management mogelijk al te voortvarend gaat investeren in nieuwe projecten: in de laatste jaren werden verschillende acquisities gedaan die momenteel niet echt het verhoopte rendement opleveren.

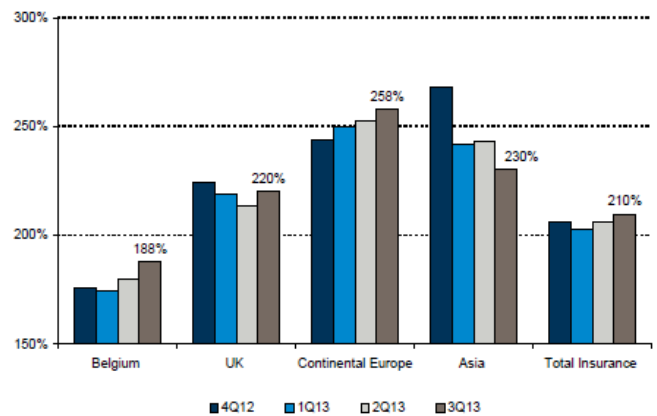
Aan de andere kant kregen aandeelhouders een stabiel en groeiend dividendrendement van 4% uitbetaald, aangevuld met een superdividend van één euro per aandeel. Dit heeft geleid tot verbeteringen in het rendement door een optimalisatie van de kapitaalstructuur.

## OVERZICHT NETTO INKOMEN PER REGIO (2014)



Bron: Bolero, KBC Securities

## SOLVABILITEIT PER REGIO



Bron: Bolero, KBC Securities

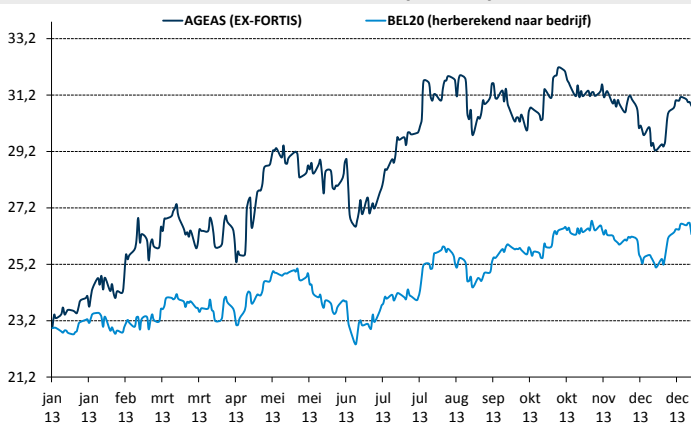
## STERKTES

- Sterke marktpositie in België
- Sterke kaspositie, solvabiliteit en balansstructuur
- Management die actief de erfenis uit het verleden beheert en intussen de groep operationeel in goede banen leidt

## ZWAKTES

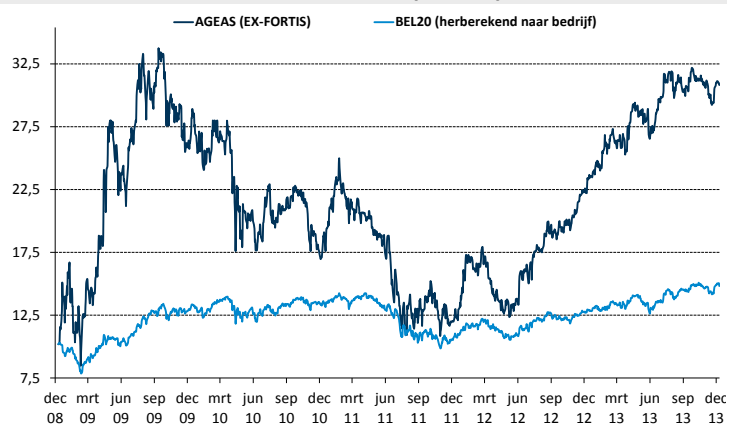
- De complexiteit van de groep met zijn vele rechtszaken en speciale financiële producten schrikt veel investeerders af.
- Belangrijk blootstelling aan interestvoetrisico's vanwege de focus op TAK 21 producten. Ook in niet-leven is de groep in belangrijke mate blootgesteld aan de lage rentes omdat 80% van de winst vertegenwoordigd wordt door investeringen.

## KOERSVERLOOP (1 JAAR)



Bron: Bolero, KBC Securities

## KOERSVERLOOP (5 JAAR)



Bron: Bolero, KBC Securities

# Aandelenfocus

## 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 moeten stijgen tot boven 11%, ten opzichte van 7% in 2011, terwijl de *combined ratio* onder de 100% zou moeten duiken (al onder 100% vandaag maar doel is dit verder te verbeteren naar <98%).

Waar we geen of nauwelijks rekening mee houden is de waarde die op dit moment verborgen ligt in het 24,9% belang in Taiping life (de zesde grootste Chinese verzekeraar) en een mogelijk dividend van Royal Park Investments (Royal Park is al verkocht en hiervan moet Ageas ongeveer 200m ontvangen – dit is wel geen dividend).

Ook de verkoop van de call-opties op BNP Paribas zijn interessant, omdat Ageas de opbrengst integraal zal uitbetalen aan zijn aandeelhouders. Tot slot zijn er nog zo'n 909 miljoen euro aan niet-gerealiseerde meerwaarden op vastgoed en mogelijke desinvesteringen van Ageas France, Ageas UK Life en/of de Turkse activiteiten. Alles bij elkaar genomen heeft Ageas heel wat kenmerken van een relatief goedkoop goedhuisvaderaandeel, met een risicoprofiel dat substantieel lager is dan de markt.

## RATIOS

FY/e 31.12	2012	2013E	2014E	2015E
Gross premiums (€ m)	11,054	11,110	11,316	11,715
GOP (€ m)	1,121	1,113	1,264	1,353
Net attributable profit (NI)	743	671	718	775
Diluted, adjusted EPS	2.74	2.97	3.41	3.70
EV per share (€)	27.2	28.2	29.6	30.2
DPS (€)	1.20	1.49	1.71	1.74
P/E (x)	5.2	9.8	9.0	8.3
P/EV (x)	0.6	1.0	1.0	1.0
Yield	7.1%	5.1%	5.8%	5.9%

Bron: KBC Securities

## Bolerop Top Pick

De grootste verzekeraar van ons land zit dan ook al een tijdje in onze favorietenlijst, wat een totaal rendement van 60% opleverde. Het aandeel is vandaag echter nog steeds attractief gewaardeerd ten opzichte van zijn sectorgenoten: het mikt op waardecreatie door middel van bijkomende rendementsverbeteringen en een toenemende focus op opkomende markten. Dat laatste is een uitvloeisel van een slimme strategische zet van 10 jaar geleden. Dat heeft er voor gezorgd dat de Aziatische activiteiten vandaag meer dan 20% van de winst vertegenwoordigen, meteen goed voor de belangrijkste groeimotor voor de groep. Het rendement (in opkomende landen) is aanzienlijk hoger ten opzichte van de meer mature kernlanden en nieuwe acquisities zijn er zeker niet uitgesloten.

## Conclusie

Voor Ageas hebben we een aanbeveling tot "kopen". Met een som-der-delen-model komen we aan een theoretische waarde van 42 euro. Ageas blijft daarom onze top pick van aandelen in de financiële sector in de Benelux. We zeggen dit op basis van mooie aandeelhoudersreturns (nl. 5% dividendrendement + inkopen + uitzonderlijke kapitaalrendementen), een goedkope waardering en enkele herwaarderingkatalysatoren.

# Aandelenfocus

## Disclaimer

Dit is een publicatie van KBC Securities, een beursvennootschap gereguleerd door de NBB (Nationale Bank van België) en de FSMA (Autoriteit voor Financiële Diensten en Markten). Er kan niet worden gewaarborgd dat de voorgestelde scenario's, risico's en prognoses de marktverwachtingen weerspiegelen noch dat ze in de realiteit tot uiting zullen komen. De prognoses zijn indicatief. De gegevens in deze publicatie zijn algemeen, louter informatief en aan veranderingen onderhevig. Ze geven de analyse weer van de auteur op de daarin vermelde datum. De accuraatheid, de volledigheid en de tijdigheid van de informatie kan niet worden gegarandeerd. In de mate de aanbevelingen inzake aandelen gebaseerd zijn op analyserapporten van KBC Securities, dienen de aanbevelingen steeds gelezen te worden in samenhang met voormelde analyserapporten. Met betrekking tot voormelde aanbevelingen wordt verwezen naar [www.kbcsecurities.com/disclosures](http://www.kbcsecurities.com/disclosures) voor specifieke informatie inzake belangenconflicten. KBC Securities garandeert geenszins dat enige van de behandelde financiële instrumenten voor u geschikt is. KBC Securities verstrekt langs deze weg geen specifiek en persoonlijk beleggingsadvies. U aanvaardt dan ook de volledige verantwoordelijkheid voor het gebruik dat u maakt van deze publicatie.