

Ageas: rekenen op 800 miljoen euro winst per jaar

WELKE ELEMENTEN ZIJN VOOR de doe-het-zelf-belegger van belang bij de analyse van de resultaten van Ageas? Er moet vooreerst een onderscheid gemaakt worden tussen enerzijds de resultaten van de algemene rekening of de holding (met deels de Fortis-erfenis) en anderzijds de verzekeringsresultaten. Bij die verzekeringsresultaten moet er dan weer een onderscheid gemaakt worden tussen enerzijds schadeverzekeringen, anderzijds levensverzekeringen.

Bij de schadeverzekeringen is de gecombineerde kostenratio (in het Engelse jargon de combined ratio) een belangrijke parameter. Die bestaat uit de schadevergoedingen en de operationele kosten als percentage van de premie-omzet. Een percentage onder 100% betekent een operationele winst, boven 100% betekent een verlies. Bij de levensverzekeringen spelen financiële resultaten, met meer- en minwaarden, regelmatig een belangrijke rol. Meer specifiek moet dan nog uitgekeken worden naar de groei in Azië, waar Ageas vooral actief is in levensverzekeringen.

De nettowinst in de eerste helft van 2018 liep op tot 441,3 miljoen euro. Het verzekeringsresultaat nam 6,9% toe tot 475,4 miljoen euro, met dank aan een goede prestatie in levensverzekeringen, terwijl de winstbijdrage uit schadeverzekeringen daalde. De bijdrage van de algemene rekening was negatief ten bedrage van -34,1 miljoen euro. Over dit laatste kunnen we heel kort zijn, het betreft ditmaal vooral de operationele kosten alsook enkele belastingen.

Geografisch valt de sterke groei (+9,1%) van de premie-inkomsten in België op. Zowel in leven (+12%) als in schade (+4%) werd er groei opgetekend. Maar terwijl de winstbijdrage uit 'leven' stabiliseerde, werd het resultaat uit schadeverzekeringen voor 29 miljoen euro negatief beïnvloed door onweerschade.

In Groot-Brittannië daalden de premie-inkomsten 13,8% door een meer selectief aanvaardingsbeleid en door hogere

prijzen. Dat had een belangrijke verbetering van de rendabiliteit tot gevolg, weliswaar wat getemperd door uitkeringen voor stormschade.

Ook in Continentaal Europa gingen de premie-inkomsten achteruit (-11%). Vooral de levensverzekeringen (-13%) waren daarvoor verantwoordelijk met lagere incasso's in Frankrijk, Portugal en Luxemburg. De schadeverzekeringen zagen hun premie-inkomsten ook dalen, vooral door het afstoten van de Italiaanse activiteiten. Abstractie makend van die verkoop, was er 13% premiegroei.

In Azië was er een lichte daling van de premie-inkomsten (-0,9%). In levensverzekeringen (95% van het totaal) was er een daling van 1%, bij gelijke wisselkoersen was er een toename met 2%. De zwakke prestatie kan volledig toegeschreven worden aan het stilvallen van de verkoop van producten met eenmalige premies door wijzigingen in het wettelijke kader in China, maar dat werd ruimschoots goedgemaakt door andere producten. Wat de andere Aziatische landen betreft, was er een daling van de premie-inkomsten van 13% in Thailand (vergelijkbare situatie met China). In Maleisië (+31%) en India (+9%) was er daarentegen groei. De eerste verkoopresultaten in Vietnam en Filipijnen waren sterk. De winst van dit geografische segment nam met de helft toe tot 170 miljoen euro, dankzij een hoge bijdrage in het eerste kwartaal van China door een positieve rente-evolutie, wel getemperd door afwaarderingen op aandelen.

Voor de waardering van Ageas actualiseren we de oefening die we de voorbije jaren verrichtten. We starten bij de beurskapitalisatie van 8,9 miljard euro. Daar trekken we de netto cashpositie vanaf, te weten 900 miljoen euro. De cashpositie bedroeg eind juni 2018 1,8 miljard euro, maar hier moet 900 miljoen euro van afgetrokken worden voor de Fortisregeling.

Na aftrek van de cash bekomen we dus een waarde van 8 miljard euro, de waarde van de verzekeringsactiviteiten. Terwijl

we vroeger conservatief de jaarlijkse winst ervan op 700 miljoen euro schatten, verhogen we dit nu tot 800 miljoen euro (was 960 miljoen euro in 2017, met inbegrip van heel wat meerwaarden). Zetten we die 800 miljoen euro winst af tegenover de waarde van

Sinds 2011 heeft Ageas al 7 inkoopprogramma's afgewerkt voor een totaal bedrag van 1,6 miljard euro, goed voor 23% van het aantal aandelen



8 miljard, dan levert dat een koers/winst-verhouding op van afgerond 10.

We benadrukken ook de belangrijke cashcreatie van de groep. Bij de investor day in juni vorig jaar was er heel wat commotie over de lage cashcreatie die toen werd medegedeeld, maar dat was uitzonderlijk. In de eerste helft van 2018 ziet het er beter uit met een cashcreatie van 392 miljoen euro, vooral door het ontvangen van dividenden van de verschillende filialen wereldwijd. Van de filialen buiten Europa alleen, ontving Ageas 99 miljoen euro dividenden.

Die cashcreatie vult dus contant de netto cashpositie van de moedermaatschappij aan en die wordt enerzijds aangewend voor het dividend, anderzijds voor de inkoop van eigen aandelen. Sinds 2011 heeft Ageas al 7 inkoopprogramma's afgewerkt voor een totaal bedrag van 1,6 miljard euro, goed voor 23% van het aantal aandelen dat uitstond eind 2011. Ondertussen werd een achtste inkoopprogramma aangekondigd.

Samengevat kunnen we stellen dat Ageas een mindere eerste helft van 2018 gekend heeft door enkele uitzonderlijke elementen, maar dat belet niet dat de groep onderliggend verder groeit en een aantrekkelijke cashcreatie kent. En met die cash wordt het dividend gefinancierd (netto dividendrendement van 3,3%) en eigen aandelen ingekocht. Daarnaast is het aandeel niet duur te noemen op basis van onze conservatieve rekenoefening.

Gert De Mesure

Redactie 14 augustus 2018

Koers Ageas 45,07 euro

www.ageas.be

(in miljoen euro)	17H1	18H1	Δ17/18
Winstbijdrage levensverzekeringen	312,0	373,3	19,6 %
Winstbijdrage schadeverzekeringen	132,7	102,1	-23,1 %
Totale winstbedrage verzekeringen	444,7	475,4	6,9 %
Winst algemene rekening	-161,0	-34,1	n.r.
Totale nettowinst Ageas	283,7	441,3	55,6 %
Winst per aandeel	1,40	2,23	59,3 %
Eigen vermogen per aandeel	44,53	47,29	6,2 %

