

Ageas: obligatiebeleggingen leveren latente meerwaarde op

Het is al langer dan vandaag weten dat verzekeraars heel grote beleggers zijn en een belangrijke rol spelen in de obligatiemarkten. De evolutie van deze obligatiemarkten kan dus een grote impact hebben op de resultaten van verzekeraars. Het is bekend dat zij weinig geld verdienen op de verzekeringsactiviteiten als dusdanig en dat het gros van het resultaat afkomstig is van de beleggingsportefeuille.

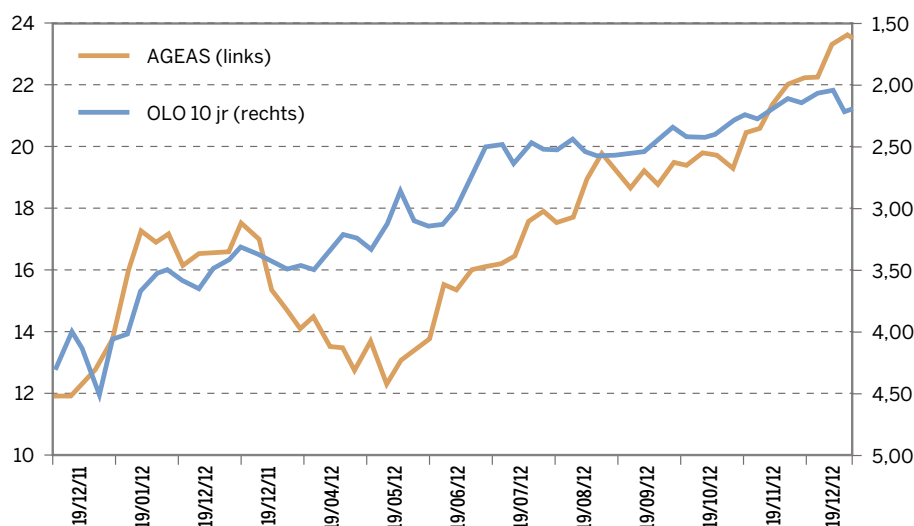
joen euro of 4,25 euro per aandeel bedraagt. In principe zouden we ook de prestatie van de aandelenportefeuille in rekening kunnen brengen, maar die maakt slechts 3 % uit van de beleggingsportefeuille van 65,6 miljard euro, of afgerond 2 miljard euro.

Maar opgelet, terwijl de latente meerwaarden op de investeringsportefeuille wel bij het eigen vermogen geteld worden, moet het een en ander genuanceerd worden. Een

België en andere sterkere eurolanden sterk beginnen te stijgen. Het is duidelijk dat deze lage rendementen niet houdbaar zijn en een soort van zeepbel vormen, het gevolg van de overdadige liquiditeitsverstrekking door de ECB. We merken ook op dat sinds begin dit jaar de 10-jarige OLO-rente al gestegen is van 2,09 % naar 2,26 %, in Duitsland steeg het rendement op 10-jarig Staatspapier van 1,32 % naar 1,56 %.

Ondanks de sterke stijging van Ageas in de voorbije maanden noteert het aandeel nog altijd relatief goedkoop in termen van koers/boekwaarde. Het eigen vermogen of de boekwaarde eind september 2012 bedroeg 40,89 euro per aandeel, zodat de koers/boekwaarde nu op 0,58 uitkomt. Deze ratio is inderdaad nog relatief laag, maar wijkt niet veel af van andere Europese verzekeringsmaatschappijen. Feit is dat Ageas een belangrijk kapitaaloverschot heeft en ook nog een belangrijke positie bezit in Royal Park Investments, het vehikel met enkele probleemkredieten van Fortis Bank. Een betere aanwending van die belangrijke middelen, zal op termijn de waardering zeker hoger tillen. Tot slot geven we nog mee dat Ageas met zijn verzekeringsresultaten op jaarbasis 2,20 tot 2,30 euro per aandeel winst moet kunnen genereren, wat een koers/winstverhouding van ongeveer 10 inhoudt vandaag.

Koers Ageas versus evolutie rendement op 10-jarige OLO



De sterke daling van de obligatierendementen in de afgelopen maanden heeft zijn effect niet gemist op de omvangrijke obligatieportefeuilles. Het mag dan ook niet verbazen dat de koers van Ageas een sterke correlatie vertoonde met de (inverse) evolutie van het rendement op de 10-jarige OLO (zie grafiek). We maken enkele berekeningen om te zien of de sterke koersstijging van Ageas verklaard kan worden door de goede prestatie van de aandelenmarkten.

Eind september 2012 bezat Ageas, vooral dan AG Insurance, voor 34 miljard euro overheidsobligaties en voor 24,2 miljard euro bedrijfsobligaties. Als we er van uit gaan dat de overheidsobligaties gemiddeld 2 % in waarde stegen en de bedrijfsobligaties 2,5 %, dan levert dat een bijkomende latente meerwaarde op van 1,285 miljard euro. Ageas bezit 75 % van AG Insurance (BNP Paribas bezit de andere 25 %), zodat de latente meerwaarde voor Ageas 964 mil-

deel van die meerwaarde komt mogelijk wel toe aan polishouders (van levensverzekeringen of beleggingsproducten), op een andere manier zouden we ook kunnen stellen dat die obligatiemeerwaarden de verdiscontering zijn van toekomstige inkomensstromen voor polishouders. We moeten dus voorzichtig zijn, maar we kunnen er niet omheen dat de goede prestaties van de financiële markten (obligaties en aandelen) de aandeelhouder van Ageas wel deels ten goede komen. De vraag is natuurlijk hoe de koers van Ageas gaat reageren, mochten de rendementen van staatsobligaties van Duitsland,

Situatie 14/1/13	Koers/boekwaarde
Generali	0,84
Allianz	0,78
CNP Assurances	0,54
AXA	0,53
Unipol	0,52
Ageas	0,58

GERT DE MESURE

ANALIST VFB

REDACTIE 14 JANUARI 2013

KOERS 23,65 EURO

WWW.AGEAS.COM

