

Ageas en de lage rente



Wim Lewi
Onafhankelijk analist ValueScan.be

De extreem lage rente is zowel een vloek als een zegen

Ageas is een verzekeraar Het aandeel Ageas is door zijn voorgeschiedenis een sentiment gedreven aandeel geworden. Een objectieve waardering van de activiteiten is bovendien niet eenvoudig door de huidige lagerentedictatuur van de centrale banken. Deze extreem lage rente is immers zowel een vloek als een zegen voor Ageas. Ageas bestaat uit een grote positie op de verzekeringsmarkt in België via een 75 % eigendom in Fortis AG en een reeks activiteiten in het buitenland via dochterondernemingen.

De verzekeringsactiviteiten splitsen ook op in levensverzekeringen (57 %) en niet-leven of algemene verzekeringen (43 %) met totaal verschillende eigenschappen. In Europa heeft Ageas een grote positie in levensverzekeringen in het VK en Luxemburg. In niet-leven is het VK ook de grootste buitenlandse positie. Dat werd gevoeld na de recente overstromingen in Engeland. In Azië is Ageas actief door middel van minderheidsbelangen in Thailand, Maleisië en China. In China heeft Ageas een grote positie in Levensverzekeringen en profiteert het ook van de relatie met Ping An. Deze aandeelhouder

“Ageas legde een provisie aan voor de Fortiseffect-claims van 130 miljoen euro. Hoewel de schade nog moet bepaald worden. Dit lijkt me een ruime voorziening voor deze case die wel heel dun is.”

probeerde Fortis nog uit het moeras te trekken, maar moest 2 miljard afschrijven. Hij heeft in 2012 niet Ageas aangeklaagd, maar de Belgische staat.

De lage rente is een vloek Aangezien meer dan de helft van de premie-inkomsten uit levensverzekeringen komen, lijdt het bedrijf onder de lage rente. De groei in de Westerse markt bedraagt 0 tot 1 %. Een levensverzekering wordt interessanter voor een klant als er ook redelijke rendementen zonder risico kunnen behaald worden. Door de extreem lage rente houdt de klant na kosten te weinig over om dit product interessant te maken. De levensverzekeringsproducten waarvoor de verzekeringsmaatschappij vaste rendementen heeft gegarandeerd hebben ook voor grote verliezen gezorgd door de sterke daling van de risicovrije rente. Hoewel de lage rente al enkele jaren een beursfeest op gang houdt, is deze acti-

vaklasse sinds de crisis van 2008 moeilijk toegankelijk voor verzekeraars. De strengere regelgeving is hiervoor verantwoordelijk. De levensverzekeringsmarkt heeft ook last van bezuinigingsmaatregelen door overheden. Deze nemen fiscale stimulansen weg. De lage groei heeft ook geleid tot een concurrentieslag. Sommige bedrijven geven winstgevendheid op om marktaandeel te winnen. In China is de markt van levensverzekeringen nog onderontwikkeld en kan Ageas wel sterke groeieresultaten behalen.

De lage rente is een zegen Verzekeringsmaatschappijen moeten een grote reserve van financiële activa aanhouden om aan hun verplichtingen te kunnen voldoen. Deze spaarpot van financiële instrumenten was in 2007 de nucleaire onderzeeër van de verzekeraar AIG die het vuur aan de lont stak van de kredietcrisis. De uitloop van deze crisis zal uiteindelijk ook het vel van Fortis kosten. Ondertussen is de transparantie van die portefeuilles veel verbeterd en communiceren de bedrijven beter over hun beleggingsbeleid. Door de lage rente is de boekwaarde van Ageas over de laatste 12 maanden met ongeveer 20 % gestegen. Ageas heeft een matras van ongeveer 76 miljard euro. Het bedrijf is ook een grote financier van de Belgische staatsschuld. De meeste obligaties die het aanhoudt zijn nog uitgegeven toen de rente op een normaal niveau stond van 3-5 %. De waarde van deze obligaties stijgt als de rente daalt. Het bedrijf boekt deze winst als niet-gerealiseerde boekwinst. Door de extreme daling van de rente bedraagt deze ondertussen een slordige 5,5 miljard euro.

De staatsobligatieportefeuille heeft een laag risicoprofiel. Daarvan heeft 87 % een rating van A of hoger. De portefeuille is voor meer dan de helft belegd in Belgisch papier, 15 % in Frankrijk en 10 % in Zuid-Europa. Dit zijn echter landen die nog maar weinig zoden aan de dijk hebben gezet op gebied van besparingen en schuldenafbouw. Indien er zich een vertrouwenscrisis voordoet zodat deze landen hun schuldprobleem niet meer kunnen beheersen, is Ageas kwetsbaar. Bij een stijging van de rente, smelten de boekwinsten terug weg tegen een ritme van ongeveer 1,2 miljard per 1 % stijging in de rente. De kans dat de rente in België nog verder daalt, is bijzonder klein omdat ze op 10 jaar nog maar 1 % bedraagt. Door

de lage rendementen op staatsobligaties, heeft Ageas de proportie aan bedrijfsobligaties opgevoerd naar 45%. Hiervan heeft 67% een rating van A of hoger. Daarboven heeft het bedrijf ook nog een boekwinst van 1,5 miljard euro op andere activa die niet in de boekwaarde wordt opgenomen zoals vastgoed. Ageas neemt ook verstandig winst op enkele obligatieposities en stelt een deel van de boekwinst veilig. In de toekomst moet Ageas wel herbeleggen in lagere rendementen of meer risico opzoeken.

Niet-Leven uitdagingen In het begin van het jaar sloegen enkele natuurrampen een gat in de resultaten van het eerste halfjaar. De overstroming in het VK kostte 35 miljoen en de hagelstorm in België 30 miljoen. De winst van een algemene verzekeraar wordt bepaald door de Claimratio: betaalde premies/ontvangen premies. De recente rampen hebben maar een tijdelijk negatief effect op de winst. Indien er door global warming er zich nu meer rampen voordoen, zal de sector de premies optrekken om de winstmarge te beschermen. In dit segment werken ook enkele structurele negatieve trends door strengere regulering. De opkomst van het internet heeft gezorgd voor meerdere distributiekanaalen met lagere toetredingsdrempels. Na de kredietcrisis werden de grote bank-verzekeraars gesplitst. Dit bracht een aantal nieuwe partijen op de markt die producten aggregeren. Er kwamen ook strengere richtlijnen betref-

fende transparantie in de prijsvorming en de provisie-inkomsten van doorverwijzing.

Het verleden wil niet rusten Ageas sleept een verleden mee. Het bedrijf verkocht al de portefeuilles met de rommelk-

“Het barsten van de obligatie-
‘bubble’ is het grootste risico voor
Ageas. Daar kan je je moeilijk tegen
verzekeren.”

redieten uit de Fortis-periode. Een ander gedeelte is nog tastbaar en ligt vast in een financieel contract ‘Cashes’ genaamd.

De ‘cashes’-constructie met BNP Paribas kan de Ageas resultaten verschuiven met 100-150 miljoen op jaarbasis. Dit zijn risico-aanpassingen op een eeuwigdurend krediet aan BNP dat wordt verzekerd door Ageas.

De andere minder tastbare restanten uit het verleden zijn gelinkt aan het gevaar van schadeprocedures door partijen die Ageas aanklagen als juridische opvolger van Fortis. Ageas legde voor het eerst een provisie aan voor de Fortiseffect-claims van 130 miljoen. Hoewel de schade nog moet bepaald worden. Dit lijkt me een ruime voorziening voor deze case die wel heel dun is. Het gaat enkel over de communicatie in de periode dat Nederland een oplossing beloofde om de ABN-AMRO bank over te nemen. Door Fortis hiervoor te vergoeden, zou de bank respijt krijgen tijdens de zwarte dagen van de kredietcrisis. De

toenmalige CEO Dierckx heeft die week gemeld dat het geld gestort was. Omdat de Nederlandse regering over het weekend van gedacht veranderde en het beloofde geld niet wou overmaken, stortte Fortis in een zwart gat. Het aarzelen van de Nederlandse overheid is een van de belangrijke oorzaken dat de koers uiteindelijk zal kelderen van 6 naar 2 euro. Het is eerder normaal dat een Nederlandse rechtbank de Nederlandse staat hierin vrijpleit en de zwarte piet naar Ageas doorschuift. Dit wordt iets voor een onafhankelijke instelling zoals het Europees hof binnen 5 jaar. Alle nieuwe claims die door dit mager succes nog worden ingediend, zijn verjaard. Men moet binnen 5 jaar aangifte doen. Het vaststellen van de schade is niet evident



omdat er in die betwiste week geen koersdaling was en het aandeel daarna 10 dagen geschorst was.

Is Fortis schuldig aan de kredietcrisis?

In België heeft de rechtbank zich onbevoegd verklaard in de Fortiszaak en wacht de burgerlijke procedure af tegen het oude management. Zonder de implosie van het hele financiële systeem door AIG op 15/9/08, Lehman 18/9/08 en de Nederlandse eigenbelangen op 3/10/08 had Fortis waarschijnlijk overleefd. Het is onmogelijk om die uitzonderlijke elementen van de overmoed van Dierckx en Votron te onderscheiden. Ik was zelf tot 31/09/07 actief als hoofd van aandelenanalyse bij Fortis en betreurde de overname van ABN. Het leek mij toen een te grote hap met veel overlap. Ik geloof echter dat zonder de val van AIG, Fortis had overleefd.

Fortis, de Generale Bank voordien, was een bank met veel appetijt voor tradinginkomsten in plaats van te zwoegen voor commissie-inkomsten. Dit slurpte al veel kapitaal op. De bank was wel redelijk laat op het CDO-toneel gekomen. De druk van de grote winsten die concurrenten haalden, zette uiteen-



delijk de deur open. Dexia zat toen al tot over zijn oren in zo wat alles dat later zou desintegreeren, inclusief Detroit. De ratingbureaus hebben toen de bal helemaal misgeslagen door deze producten AAA-status te geven. Zij zijn uiteindelijk vrijgesproken voor de grootste financiële rekenfout in de geschiedenis. Ik zie niet in waarom Ageas daar dan wel voor zou opdraaien. In de vs zijn deze claimprocedures schering en inslag, maar in Europa zijn succesvolle zaken eerder zeldzaam. World Online was daar één van. Dat was eerder een crimineel geval dan overmoed. CEO Dierckx is achteraf door de Belgische overheden in eer hersteld als voorzitter van Febelfin.

Investeringsbehoeften Ageas beschikt over een relatief sterke balans. De kapitaalbestedingen concentreren zich vooral op M & A in groeiregio's met een hoger risicoprofiel zoals China en de rest van Azië. Het risico bestaat dat het bedrijf een grote overname forceert die achteraf tegenvalt. De kapitaaluitgaven kunnen beter normaliseren naar lagere niveaus om de kapitaalbuffer en sterke balans te behouden. Dit zal het vertrouwen in het bedrijf verbeteren.

Met 1,5 keer EBITDA is de schuldgraad comfortabel. Ageas maakt ook werk van het

actief afstemmen van de financiële activa op de passiva. De gemiddelde looptijd van activa bedraagt nu ongeveer 8 jaar. De inkoop van

"Zonder de implosie van het hele financiële systeem door AIG, Lehman en de Nederlandse eigenbelangen had Fortis waarschijnlijk overleefd."

eigen aandelen gaat ook gewoon door naast een gul dividend.

Waardering Het is niet eenvoudig om een financiële instelling door een DCF-model te trekken. Meestal gebruikt men ratio's die men vergelijkt binnen de sector. De Prijs/Boek ratio van financiële instellingen profiteert van de daling van de rente. De boekwaarde stijgt immers door de grote hoeveelheid activa op de balans. Ageas noteert op ongeveer 0,7 keer boekwaarde. Dit is aanzienlijk lager dan het peer groep gemiddelde van ongeveer 1,1x. Dit is waarschijnlijk een weerspiegeling van de erfenis uit het verleden en de grote impact van de niet-gerealiseerde boekwinsten die niet gewaardeerd worden door de markt. Een ren-

teschok in België of Frankrijk zal Ageas harder raken dan de collega's. Ik heb voor de volledigheid toch een DCF gemaakt. De marge zal naar verwachting normaliseren rond 8,5% exclusief de impact van natuurrampen. De winstmarge daalt lichtjes over de komende jaren omdat de beleggingsresultaten lager zullen uitkomen. Ageas maakte degelijke halfjaarcijfers bekend ondanks de hagelstorm. Door de extreme rentesituatie, worden de kapitaalkosten vastgesteld op 9% voor de DCF-berekening. Het barsten van de obligatie-'bubble' is het grootste risico voor Ageas. Daar kan je je moeilijk tegen verzekeren. Op dit moment noteert het aandeel op een 20% discount tegenover de intrinsieke waarde. Volgend jaar zal de volatilititeit op markt nog toenemen. Ageas zal dan eens te meer koopkansen bieden die terug 50% onder de intrinsieke waarde liggen. Dit was een dikke maand geleden nog het geval.



REDACTIE 11 DECEMBER 2014

DCF berekening Imtech

Saved	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023
Salesgrowth	4,0 %	0,7 %	1,8 %	0,0 %	1,5 %	1,5 %	1,5 %	1,5 %	1,5 %	1,5 %	1,5 %
Sales	11698	11619	11828	11828	12005	12185	12368	12553	12742	12933	13127
Oper. Margin	9,5 %	9,2 %	8,8 %	8,5 %	8,5 %	8,5 %	8,5 %	8,5 %	8,5 %	8,5 %	8,5 %
Oper. Income	1110	1069	1041	1005	1020	1036	1051	1067	1083	1099	1116
Depreciation	248	280	320	360	365	371	376	382	388	394	400
WC changes		104	47	0	101	102	104	106	107	109	110
Taxes	-246	-261	-268	-267	-271	-275	-279	-283	-288	-292	-296
Capex	-955	-805	-591	-355	-360	-366	-371	-377	-382	-388	-394
Free Cash Flow	155	387	549	744	856	868	882	895	908	922	936
Working Capital	-6578	-6681	-6729	-6729	-6830	-6932	-7036	-7141	-7249	-7357	-7468
Net Debt	2702	2315	1766	1022	167	-702	-1583	-2478	-3386	-4308	-5244
Tax Rate	-22 %	-24 %	-26 %	-27 %	-27 %	-27 %	-27 %	-27 %	-27 %	-27 %	-27 %
WC/Sales	-56 %	-58 %	-57 %	-57 %	-57 %	-57 %	-57 %	-57 %	-57 %	-57 %	-57 %
Capex/Sales	-8 %	-7 %	-5 %	-3 %	-3 %	-3 %	-3 %	-3 %	-3 %	-3 %	-3 %
Deprec./Capex	26 %	35 %	54 %	101 %	101 %	101 %	101 %	101 %	101 %	101 %	101 %
Free Cash Flow		387	549	744	856	868	882	895	908	922	936
Discount Factor		1,000	0,917	0,842	0,772	0,708	0,650	0,596	0,547	0,502	0,460
Discounted Flows		387	504	626	661	615	573	534	497	463	431
Horizon Value	4,858										
Terminal Value	6,277										
- net debt	2,702										
Equity Value	8,434										
Nr Shares	226										
HV/TV Ratio	58 %										
Fin. Assets	0										
						WACC	9,0 %				
						LT Growth	2,0 %				
						Target Price:	37,3				