

## Verzekeringen (Europa)

### Sectoriële vergelijking (10 verzekeraars uit de eurozone)

#### Huidige toestand

#### Een duidelijk onderscheid maken...

In de huidige omgeving waarin de financiële markten op een neer gaan op het ritme van het nieuws over de Griekse kwestie nemen we even wat afstand van al dit lawaai en kijken we even naar de verzekeringssector.

Met de massale liquiditeitsinjecties door de centrale banken van de afgelopen jaren en de daling van de potentiële groei op wereldvlak is de vergoeding van staatsobligaties (evenals bedrijfsobligaties) sterk gedaald. Voor sommigen is de rentedaling synoniem voor een goedkope financiering en bevorderlijk voor de investeringen. Echter voor de verzekeringsmaatschappijen is deze situatie een echte kopzorg.

Om de pro's en contra's van de schommelingen in de lange rente en de relatie met de Euro Stoxx Insurance te beoordelen, zullen we deze sector op drie vlakken analyseren : 1/ Empirische vaststellingen ; 2/ Boekhoudkundige vaststellingen ; 3/ De realiteit van de correlaties.

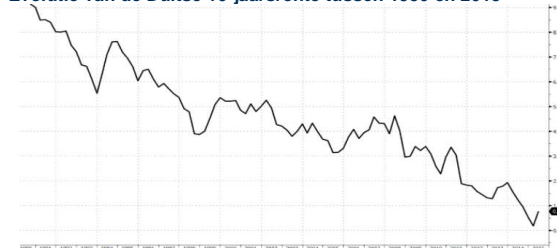
#### 1/ Empirische vaststellingen (1990/2015) :

Begin we deze sectoranalyse met een eenvoudige empirische waarneming van de evolutie van de Euro Stoxx Insurance (SXIE) en de schommelingen van de rentevoeten op 10-jarige Duitse overheidsobligaties. Zoals we hieronder heel gemakkelijk kunnen zien, heeft de continue daling van de Duitse lange rente (van 9% in 1990 tot minder dan 1% vandaag) er niet voor gezorgd dat de verzekeringssector kon stijgen tijdens gunstige beursperiodes.

#### Evolutie Euro Stoxx Insurance index tussen 1990 en 2015



#### Evolutie van de Duitse 10-jaarsrente tussen 1990 en 2015



Page 1 of 4

**Waarschuwing** : De in dit document opgenomen informatie, interpretaties, schattingen en/of meningen zijn op betrouwbare bronnen gebaseerd. Nochtans kan Leleux Associated Brokers de accuraatheid of volledigheid van deze bronnen niet garanderen. De verspreiding van deze informatie is enkel indicatief en kan niet gelijkgesteld worden met een bod voor, noch verzoek tot verkoop van, koop van of inschrijving op enig financieel instrument in enige jurisdictie. De informatie opgenomen in dit document vormt geen beleggingsadvies, noch een hulp aan een beslissing met als doel het uitvoeren van transacties of het nemen van beleggingsbeslissingen. Leleux Associated Brokers s.a. biedt geen enkele garantie voor de actualiteit, de nauwkeurigheid, de juistheid, de inhoud of de opportuniteit van deze informatie waarvoor zij op geen enkele wijze verantwoordelijkheid draagt. Bovendien is deze informatie bedoeld voor algemene verspreiding en wordt geen rekening gehouden met de specifieke financiële kennis en ervaring van de lezer, noch met de financiële situatie, behoeftes of beleggingsdoelstellingen eigen aan elke belegger. In elk geval is het de lezer aangeraden andere informatiebronnen te raadplegen en contact op te nemen met zijn relatiebeheerder voor bijkomende informatie.

2 aanvullende opmerkingen : ten eerste, zoals we kunnen zien is de daling van de lange rente niet van gisteren en ten tweede, de impact van de schommelingen (stijging/daling) in de lange rente op de beursprestaties van de verzekeringssector is niet zo evident als sommige beleggers lijken te denken.

#### 2/ Boekhoudkundige vaststellingen :

In de afgelopen jaren hebben we gehoord dat voor sommigen de daling van de rentevoeten voor de verzekeringsmaatschappijen schadelijk is terwijl anderen dan weer stellen dat een stijging van de lange rente een bron van gevaar is. Waar ligt de waarheid ? Om te proberen meer duidelijk te verschaffen, laten we eens kijken naar **de balans** en **de resultatenrekening** van de verzekeringsmaatschappijen.

#### ➤ De balans van een verzekeraar :

Wanneer een algemene neerwaartse trend in de lange rente zich voordoet, heeft dit een positieve impact op de marktwaarde van de vastrentende activa (want deze laatste staan op de balans aan hun reële waarde ofwel de "fair value"). Dus als de rentevoeten dalen, vereisen de IFRS-boekhoudnormen dat de verzekeringsmaatschappijen latente meerwaarden boeken die aan de reserves van het eigen vermogen toegevoegd worden. Vervolgens zullen deze winsten uitgekeerd worden aan de klanten met levensverzekeringen om aanvaardbare rendementen te handhaven ondanks de daling van de lange rente. Omgekeerd heeft een algemene trend van stijgende lange rentevoeten een negatieve invloed op de marktwaarde van vastrentende activa.

In de verzekeringssector is de gemiddelde levensduur van de obligatieportefeuilles tien jaar. Hieruit volgt dat elk jaar bijna 10% van de obligatieportefeuille vernieuwd wordt : in een scenario waarin de rentevoeten gestaag stijgen (dalen), blijft het beheer van de duratie van de portefeuille beheersbaar.

Nog steeds op het vlak van de balans kunnen we een onderscheid maken tussen de niet-leven verzekeraars en de verzekeraars die in levensverzekeringen gespecialiseerd zijn. Voor de eerste groep worden de verzekerde risico's door de verzekeraars aangeduid als "korte" risico's : auto-, brand-, kredietverzekeringen, verzekeringen tegen diefstal enz. Door de aard van deze risico's worden de verplichtingen van de verzekeraars gedekt door activa met korte duratie : zo wordt de gevoeligheid voor veranderingen in de rente laag gehouden omdat de rotatie van de portefeuille hoog is.

**Delaunay Arnaud**  
Financieel analist



Aan de andere kant worden de risico's voor de levensverzekeraars als "lang" omschreven wat zich mechanisch vertaalt in lange looptijden van de activa en de passiva : de flexibiliteit wordt moeilijker op het vlak van het portefeuillebeheer wanneer de lange rente volatiel wordt.

Op balansniveau komt het grootste risico voor het eigen vermogen van een sterke stijging van de lange rente op een zeer korte periode : zoals we eerder hebben gezien, zou dit scenario een grotere impact op de levensverzekeraars hebben. We kunnen dus stellen dat de hoge volatiliteit op de Duitse Bund en de Amerikaanse rentevoeten (van half april tot half mei) voor sterkere koersdalingen bij de levensverzekeraars (bijvoorbeeld Aegon) heeft geleid dan bij de verzekeraars die niet in dit segment aanwezig zijn (bijvoorbeeld Scor).

> Samengevat onthouden we : dat de meerwaarden op obligaties de verzekeraars toelaten om de daling van de lange rente te compenseren / dat de levensverzekeraars op balansvlak gevoeliger zijn voor schommelingen in de lange rente dan de niet-levensverzekeraars / en dat de stijging (daling) van de langetermijnrente de marktwaarde van de obligatieportefeuille negatief (positief) beïnvloed.

### ➤ Resultatenrekening verzekeraars :

Op de winst- en verliesrekening realiseren de verzekeringsmaatschappijen hun nettowinst op basis van twee activiteiten : een technische winst (niet-leven : de winstmarge is het gevolg van het verschil tussen de geïnde premies en de uitgekeerde vergoedingen) en een financiële winst (levensverzekeraars : de marge komt uit het verschil tussen het rendement op de financiële activa en de aan de polishouders toegekende rendementen).

- Voor de niet-leven verzekeraars komt het grootste deel van de winst uit de verhouding van de totale beheerskosten en de uitgekeerde schadevergoedingen t.o.v. de totale premie-inkomsten (gemeten a.d.h.v. de gecombineerde ratio) : de variabiliteit van de lange rente heeft daardoor slechts een marginale invloed op deze activiteit. Zeker omdat veel verzekeringscontracten jaarlijks herzien worden.
- Voor de levensverzekeraars zijn de "dingen" iets complexer. Zoals iedereen weet, is een belangrijk deel van de rendabiliteit van de levensverzekeringsproducten het gevolg van het verschil tussen het rendement op de activa van de verzekeringsmaatschappijen (voornamelijk overheidsobligaties) en de gegarandeerde rendementen die contractueel vastliggen met de polishouders. Inderdaad, levensverzekeringen leggen een minimum gewaarborgd rendement vast : als de marktrente lager is dan de gegarandeerde rendementen beginnen de problemen voor de verzekeraars...maar zoals we eerder uitlegden, beschikken de verzekeraars over meerwaarden in de kapitaalreserves. (zie de rubriek over de balans).

Daarenboven zijn er nog twee belangrijke punten voor de levensverzekeraars :

- Het eerste punt is de definitie van "gegarandeerd rendement". In Duitsland is het gegarandeerd rendement van levensverzekeringscontracten geldig gedurende de ganse looptijd van het contract (evenals voor nieuwe stortingen) en de gewaarborgde rentevoet wordt door de Duitse overheid vastgelegd. In tegenstelling tot Frankrijk, daar is het gegarandeerde rendement reeds 4/5

jaar afhankelijk van de "goede wil" van elke verzekeraar : als algemene regel geldt dat deze verzekeraars geen gegarandeerd rendement voorstellen, maar een rendement dat varieert met de Franse 10-jaarsrente en de gemiddelde rente voor interbancaire leningen in de eurozone (Euribor). Kortom, het probleem van het "gegarandeerde rendement" verschilt van land tot land.

- Het tweede punt waarmee we ook rekening moeten houden (en dat we al in onze fundamentele analyse van Aegon aanhaalden), is het feit dat de verzekeringsmaatschappijen de afgelopen 10 jaar geprobeerd hebben om de verkoop van levensverzekeringscontracten te koppelen aan beleggingsfondsen. Door deze strategie zwakt het verband tussen de schommelingen van de lange rente en het rendement op levensverzekeringscontracten af (naast het feit dat beleggingsfondsen hogere marges genereren dan geldmarktproducten).

> Samengevat onthouden we dat de stijging van de lange rente gunstig is voor de verzekeraars op het vlak van de rendabiliteit (hou daarbij wel rekening met het gewicht van de levensverzekeringen in de omzetmix en het gevoerde indekkingsbeleid).

*P.S. : Om de moeilijkheden i.v.m. het meten van de gevoeligheid voor rentestijgingen/dalingen van alle spelers te overwinnen, hebben de verzekeraars de afgelopen jaren het concept van Embedded Value geïmplementeerd : dit concept maakt het mogelijk om bijvoorbeeld de waardering van de portefeuille verzekeringscontracten te meten a.d.h.v. de projectie van toekomstige winsten op basis van een stijging/daling met 100 basispunten van de 10-jaarsrente. Deze informatie is zeer toepasbaar in een financiële sectoranalyse. Toch moeten we vaak vaststellen dat deze gegevens soms vrij heterogeen zijn (=> vaak worden verschillende hypothesen gehanteerd) en dat maakt een vergelijking tussen sectorspelers vaak erg moeilijk.*

### 3/ Correlaties :

Na de analyse van de gevolgen van een stijging/daling van de lange rente op de balans en resultatenrekening van de verzekeraars kijken we nu naar de financiële markten.

Voor een duidelijke en volledige analyse maakten we een correlatie over de periode van 1990 tot vandaag tussen de beursprestaties van de Euro Stoxx Insurance (SXIE) en de Euro Stoxx 50 index (SX5E) met de schommelingen van de Duitse en Amerikaanse lange rente (zowel op de hoogte van de rentevoeten als op het niveau van de helling van de rentecurve) alsook met een vooruitlopende economische indicator voor de eurozone (die groei of recessie meet).

Op pagina 3 (tabel 1) vinden we de resultaten van de econometrische testen. Bovendien bieden de tabellen 2/3/4 de mogelijkheid om de af of niet bestaande lineariteit tussen de geteste grootheden visueel te beoordelen.

### 4/ Besluit :

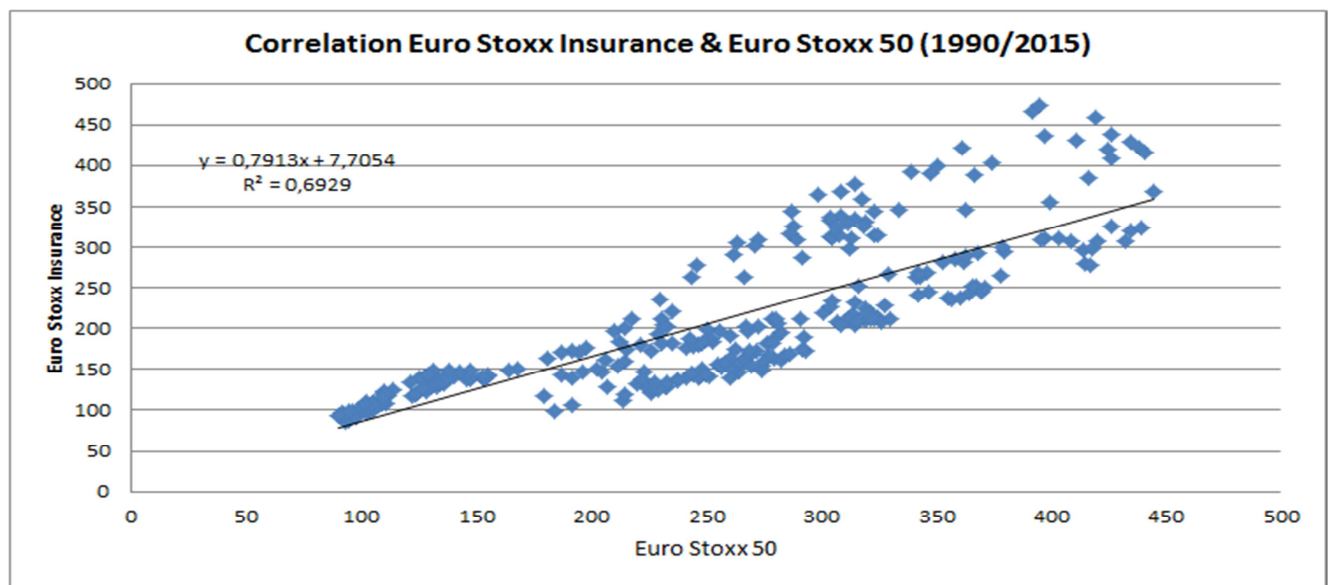
**De Euro Stoxx Insurance index (de sectorindex van de Europese verzekeraars) evolueert in belangrijke mate met de bredere Euro Stoxx 50 index (r = 83%) en met de economische cycli (r = 75%) : de aankoop van een aandeel uit de verzekeringssector is dus in wezen het nemen van een positie met het oog op een verbetering van de economische conjunctuur.**



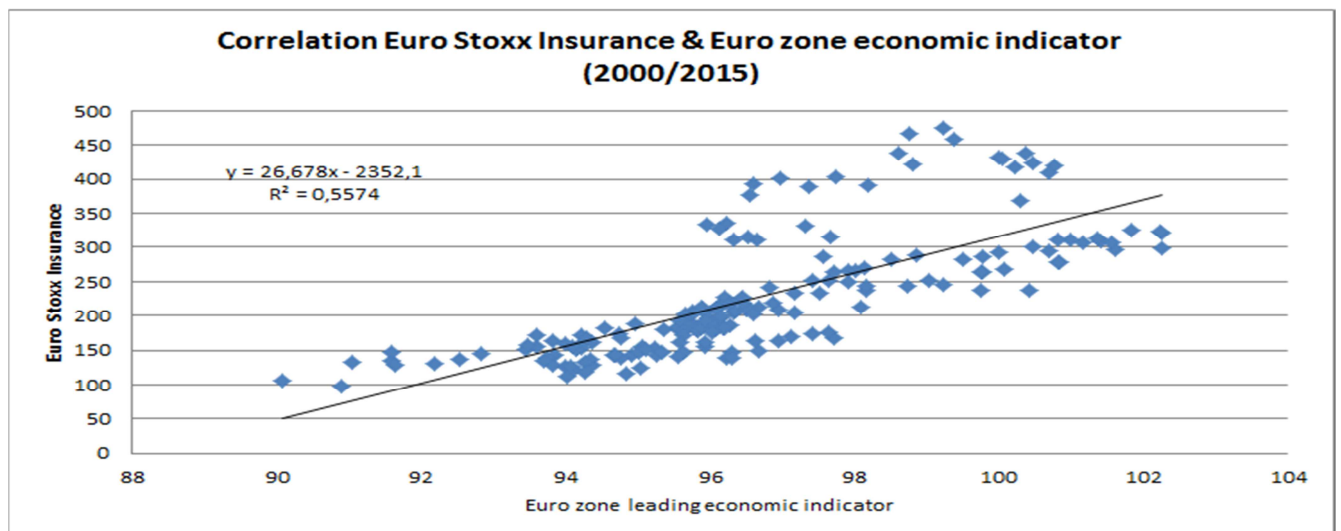
Tabel 1 : historische correlaties tussen 1990 en 2015

Correlation coefficient	Euro Stoxx Insurance	Verklaring
Euro Stoxx 50 (SXXE)	83%	Zeer hoge correlatie tussen de sector van de verzekeraars en de Euro Stoxx 50
Euro zone leading economic indicator	75%	Hoge correlatie tussen de sector van de verzekeraars en de Euro Stoxx 50
USA 10 Year Bond Yield	-4%	Geen verband
Germany curve	-18%	Geen verband
Germany 10 Year Bond Yield	-20%	Geen verband
USA curve	-54%	Lage negatieve correlatie tussen de Amerikaanse rentecurve en de Euro Stoxx Insurance

Tabel 2 :



Tabel 3 :



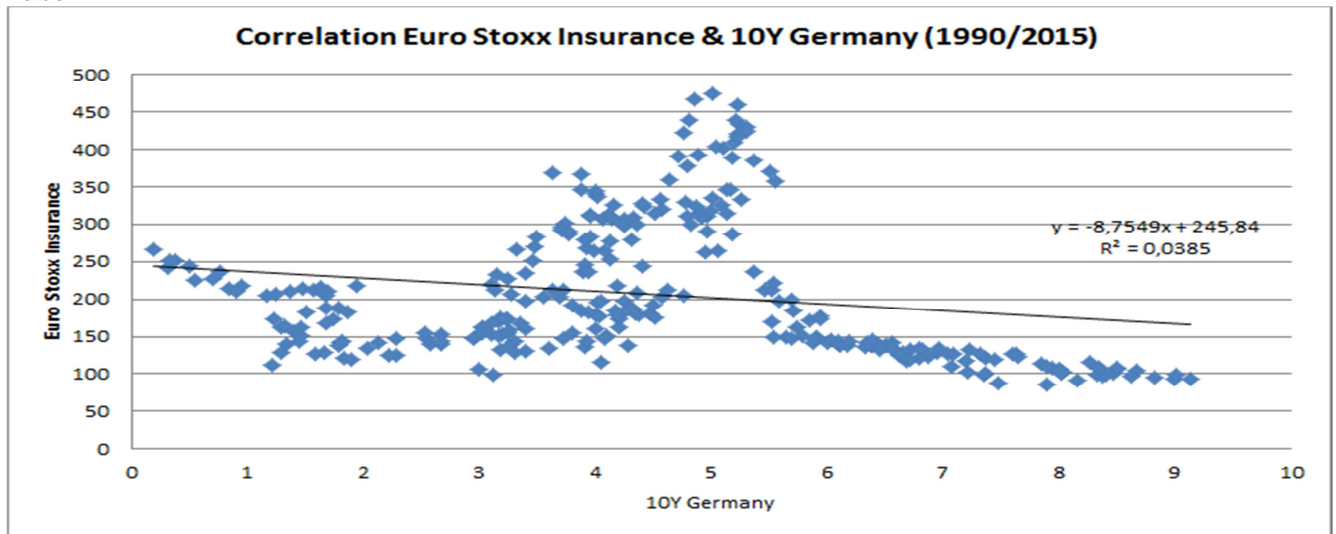
Page 3 of 4

**Waarschuwing** : De in dit document opgenomen informatie, interpretaties, schattingen en/of meningen zijn op betrouwbare bronnen gebaseerd. Nochtans kan Leleux Associated Brokers de accuraatheid of volledigheid van deze bronnen niet garanderen. De verspreiding van deze informatie is enkel indicatief en kan niet gelijkgesteld worden met een bod voor, noch verzoek tot verkoop van, koop van of inschrijving op enig financieel instrument in enige jurisdictie. De informatie opgenomen in dit document vormt geen beleggingsadvies, noch een hulp aan een beslissing met als doel het uitvoeren van transacties of het nemen van beleggingsbeslissingen. Leleux Associated Brokers s.a. biedt geen enkele garantie voor de actualiteit, de nauwkeurigheid, de juistheid, de inhoud of de opportuniteit van deze informatie waarvoor zij op geen enkele wijze verantwoordelijkheid draagt. Bovendien is deze informatie bedoeld voor algemene verspreiding en wordt geen rekening gehouden met de specifieke financiële kennis en ervaring van de lezer, noch met de financiële situatie, behoeftes of beleggingsdoelstellingen eigen aan elke belegger. In elk geval is het de lezer aangeraden andere informatiebronnen te raadplegen en contact op te nemen met zijn relatiebeheerder voor bijkomende informatie.

**Delaunay Arnaud**  
Financieel analist



Tabel 4 :



### Vergelijkende tabel

Spelers	Aegon	Ageas	Allianz	Axa	CNP Assurances
Aanbeveling LAB	<b>Opbouwen</b>	<b>Opbouwen</b>	<b>Opbouwen</b>	<b>Opbouwen</b>	<b>Houden</b>
Waardering	V	V	V	V	~
Sentiment	~	~	~	~	~
Timing	~	V	~	V	V
Fundamentals	~	~	~	~	~
Risico	~	~	~	~	~
Kapitalisatie	14.150 Mio EUR	7.800 Mio EUR	33.100 Mio EUR	55.250 Mio EUR	10.650 Mio EUR
Koers/Winst	8,73x	10,20x	9,70x	9,80x	9,50x
Koers/Boekwaarde	0,52x	0,68x	0,98x	0,85x	0,68x
Rendement	3,93%	4,88%	5,15%	4,70%	5%
Nettoschuld	5,87%	6,25%	13,20%	9,50%	9,20%
ROE	7,60 EUR	40,10 EUR	158,55 EUR	26,30 EUR	16,05 EUR
Intrinsieke waarde	14,00%	15,10%	12,33%	13,50%	5,60%

Spelers	Delta Lloyd	Euler Hermes	Hannover Rueck	Muenchener	Scor
Aanbeveling LAB	<b>Houden</b>	<b>Houden</b>	<b>Opbouwen</b>	<b>Houden</b>	<b>Opbouwen</b>
Waardering	V	~	V	V	V
Sentiment	~	~	~	~	~
Timing	X	~	V	X	V
Fundamentals	~	~	~	~	~
Risico	~	~	~	~	~
Kapitalisatie	3.350 Mio EUR	4.100 Mio EUR	10.600 Mio EUR	26.650 Mio EUR	6.125 Mio EUR
Koers/Winst	6,50x	12,10x	11,30x	9,50x	11,50x
Koers/Boekwaarde	1,04x	1,40x	1,26x	0,92x	0,97x
Rendement	6,90%	5,%	4,60%	5,07%	4,90%
Nettoschuld	14,60%	12,20%	15,45%	10,50%	9,00%
ROE	17,45 EUR	98,20 EUR	94,30 EUR	37,35 EUR	37,35 EUR
Intrinsieke waarde	17,00%	7,90%	7,50%	9,23%	15,50%

Page 2 of 4

**Waarschuwing** : De in dit document opgenomen informatie, interpretaties, schattingen en/of meningen zijn op betrouwbare bronnen gebaseerd. Nochtans kan Leleux Associated Brokers de accuraatheid of volledigheid van deze bronnen niet garanderen. De verspreiding van deze informatie is enkel indicatief en kan niet gelijkgesteld worden met een bod voor, noch verzoek tot verkoop van, koop van of inschrijving op enig financieel instrument in enige jurisdictie. De informatie opgenomen in dit document vormt geen beleggingsadvies, noch een hulp aan een beslissing met als doel het uitvoeren van transacties of het nemen van beleggingsbeslissingen. Leleux Associated Brokers s.a. biedt geen enkele garantie voor de actualiteit, de nauwkeurigheid, de juistheid, de inhoud of de opportuniteit van deze informatie waarvoor zij op geen enkele wijze verantwoordelijkheid draagt. Bovendien is deze informatie bedoeld voor algemene verspreiding en wordt geen rekening gehouden met de specifieke financiële kennis en ervaring van de lezer, noch met de financiële situatie, behoeftes of beleggingsdoelstellingen eigen aan elke belegger. In elk geval is het de lezer aangeraden andere informatiebronnen te raadplegen en contact op te nemen met zijn relatiebeheerder voor bijkomende informatie.

**Delaunay Arnaud**  
Financieel analist

