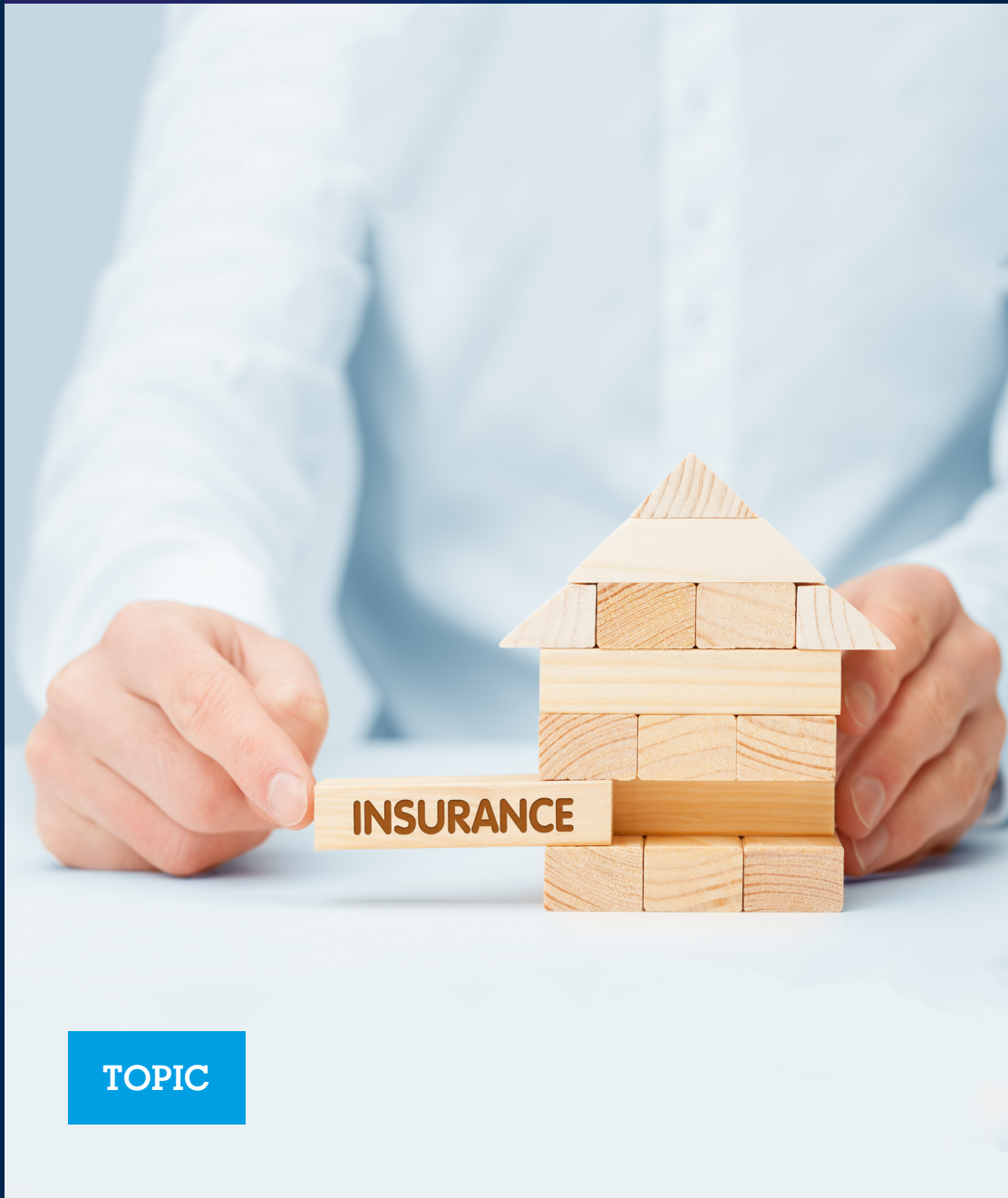




Bolero



TOPIC

Laag gewaardeerde verzekeraars: een goed instapmoment?

12 oktober 2021

RESEARCH: JOHAN FASTENAKELS (KBC ASSET MANAGEMENT) & THOMAS COUVREUR (KBC SECURITIES)

VOOR U SAMENGEVAT DOOR SR. FINANCIAL ECONOMIST KBC TOM SIMONTS



In de TOPIC gaat **Bolero** dieper in op een specifiek onderwerp zoals een beursintroductie, de olieprijs, maar we kunnen ook een specifieke beurs of aandeel onder de loep nemen.

De voorbije zomer teisterden **overstromingen** een groot deel van Europa, om nog maar te zwijgen van de verwoestende orkaan Ida.

Het was aan de verzekeraars om hun rol zo goed mogelijk te vervullen en snel te schakelen. Waarom hinkt de **sector op de beurs achterop ten opzichte van de bankenaandelen**? En welke **invloed** heeft de **evolutie van de rente** op de verzekeraars?

We spraken met analisten **Johan Fastenakels** (KBC AM) en **Thomas Couvreur** (KBC Securities) over de impact van de **rente**, de invloed van **insurtech** en het **Evergrande**-debacle op de sector. Afsluiten doen we met **twee favoriete aandelen** van onze analisten. Voor u een goed moment om in te stappen?

Bolero wijst u erop dat de in dit dossier vermelde koersdoelen en adviezen dateren van 11 oktober 2021 en dus een momentopname zijn. Gelieve er rekening mee te houden dat die informatie intussen gewijzigd kan zijn. Voor de meest recente adviezen en koersdoelen verwijzen we u graag door naar het Bolero-platform.

Lage waardering verzekeraars biedt kansen

Door de recente overstromingen keken slachtoffers naar hun verzekeraar, maar keerden beleggers de sector de rug toe. Terecht?

Johan: In het algemeen zullen financiële markten zich wat meer zorgen beginnen te maken over de oplopende schade van dergelijke natuurrampen. Die zijn meer dan waarschijnlijk te wijten aan de klimaatopwarming en de vraag is of verzekeraars dat **risico niet hebben onderschat in hun langetermijncontracten**. En of ze hun **premies voldoende kunnen optrekken om dat hogere risico door te rekenen**. Persoonlijk ben ik daar nogal optimistisch over omdat de prijszettingsmacht uiteindelijk bij de verzekeraars ligt. Je ziet trouwens al dat **herverzekeraars hun premies verhogen** en daarmee een signaal geven aan de schadeverzekeraars dat er wat meer aan de hand is dan gewoon een slechte zomer.



Hoe speelt de rente een rol bij verzekeraars?

Thomas: Vooral bij **levensverzekeraars** is die rente **van groot belang**. Het gaat immers om **extreem lange posities** die verdisconteerd moeten worden, waardoor zelfs een minieme beweging van de rente een gigantische impact heeft. De voorbije jaren is die rente vooral gedaald, maar zoals het er nu naar uit ziet, lijkt de rente te zullen stijgen. **Het is dus niet langer een stoorzender voor de sector.**

Johan: Bij **verzekeraars** houden we inderdaad het **niveau van de langetermijnrente** in de gaten, terwijl bij **banken** vooral het **verschil tussen de lange- en de kortetermijnrente** een rol speelt. Het niveau van de langetermijnrente is trouwens ook **van belang voor de investeringsportefeuille** van de verzekeraars, die hoofdzakelijk in **obligaties** belegd zijn.

De sector blijft op de beurs ondertussen achter op dat van de banken. Is een inhaalbeweging te verwachten?

Johan: Ik denk van wel, omdat het verschil met de banken té groot is geworden. Er is te veel **gefocust** op het **negatieve nieuws**, waardoor de positieve elementen wat ondergesneeuwd raakten. De verzekeringssector beschikt bijvoorbeeld nog steeds over **heel goede fundamentals**, waaronder een heel **goede kapitaalpositie**. Daardoor zijn **dividenden niet in gevaar** en is er ruimte om **aandelen in te kopen**. Het is sowieso ook een **relatief veilige sector** als je op zoek bent naar **dividendrendement**.

Thomas: Klopt helemaal. Covid-19 heeft ervoor gezorgd dat de financiële sector door de overheid verplicht werd voorzichtig te zijn bij het toekennen van

aandeelhoudersvergoedingen. Dat zal wegvallen. Zo bijvoorbeeld kondigde ING recent een inkoopprogramma van 1,7 miljard euro aan. Dergelijke berichten ga je ook zien komen uit de richting van de verzekeraars. Hun **kapitaalposities** zijn momenteel immers absurd **hoog**.

Dat is recent ook aandeelhoudersactivisten niet ontgaan.

Thomas: Die breken inderdaad vooral een lans voor **efficiëntere kasposities**. Er zit volgens hen momenteel te veel vet op de soep en ze willen de **kaspositie snel geactiveerd** zien. Daarnaast zijn er ook enkele aandeelhoudersactivisten die liever de **marges gunstiger willen zien evolueren**. Ze geven daarbij de voorkeur aan een meer gefocuste speler dan aan een verzekeraar die zoals bijvoorbeeld Ageas heel gediversifieerd zijn eieren in verschillende manden legt. Dat laatste begrijp ik minder. Een **gediversifieerde speler kan in mijn ogen even interessant zijn** voor een belegger als een speler die haarscherp focust.

Ageas diversifieerde heel sterk richting Azië en daar lijkt nu toch wat bezorgdheid over te bestaan.

Thomas: China is heel belangrijk voor Ageas. Ik ben van mening dat de bezorgdheid overroepen is, omdat het probleem in China zich vooral erg richt op vastgoed. Daar **rommelt het stevig aan de kant van de ontwikkelaars**, maar dat is ver van het bed van Ageas, dat voor zijn activiteiten in China voor zo'n 90% op levensverzekeringen steunt. De eventuele **impact** zit **aan de kant van de investeringsportefeuille**, waar levensverzekeringspremies geïnvesteerd worden in vastgoed, naast de **obligaties** en **aandelen**. In vastgoed staat de toename van de **prijzen op zijn laagste peil** sinds het begin van de pandemie, maar er is nog steeds **lichte groei**, zowel voor nieuwbouw als op de secundaire markt.

De meerwaardes die we in voorbije periodes zagen opduiken, behoren waarschijnlijk tot het verleden, maar evenmin zal Ageas grote minwaarden moeten boeken. En als je bovendien ziet dat de Chinese overheid nu toch een positie inneemt ten opzichte van de vastgoedmarkt, zullen huizenprijzen ook wel steun ondervinden. Hier geen zorgen dus.

Op het niveau van hun **investeringsboek in aandelen zien we wel een impact**, maar we mogen die ook niet overdrijven. De voorbije jaren hebben de Chinese aandelenmarkten ook al wilde sprongen gemaakt en die hadden amper impact op het investeringsrendement van Ageas in China. De **Chinese indexen** staan bijvoorbeeld nog **steeds boven het niveau van voor corona**. De conclusie is dat de **impact van de Chinese vastgoedmarkt zal meevallen**, onder meer omdat het een heel **tijdelijk fenomeen** betreft. Als ze niets van hun investeringen verkopen, wat ze perfect kunnen doen als levensverzekeraar die belegd is op de heel lange termijn, zie ik niet in waarom er paniek moet zijn.

Is dat ook zo voor de rest van de sector?

Johan: Ik ben niet tot in detail naar de directe blootstelling van alle spelers gaan kijken, maar **Evergrande** lijkt ook hier **geen al te grote impact** te hebben. Het is vooral een **risico** voor de sector als de **besmetting** ook naar de **macrocijfers** begint door te stromen en dat een malaise op de financiële markten zou inluiden. Verzekeraars zijn weliswaar een defensieve sector, maar door hun stevige investeringsportefeuille zouden ook zij in een dergelijk scenario klappen krijgen.

Over naar de balans. Hoe moeten beleggers de resultaten van een verzekeraar lezen?

Johan: Net zoals bij andere bedrijven heb je bovenaan de **omzet**, dat zijn dan de **ontvangen premies**. Daarin kan je gaan kijken of de **volumes** gestegen zijn, dan wel of de **prijzen** gestegen zijn. Dat is een **belangrijke indicator** om te weten hoe het bedrijf zich positioneert: ga je **marktaandeel** proberen te winnen door scherpe prijzen te hanteren, of ga je **conservatief** je **risico inschatten** en dus de premies eerder verhogen. Daarnaast heb je de **operationele winstgevendheid** van de verzekeraar, waarbij van de premies de uitbetaalde schadebedragen en de gemaakte kosten worden afgetrokken. Tot slot is er nog het resultaat van de **investeringsportefeuille** dat bekeken moet worden.

Thomas: Los daarvan zijn de **prestaties van de verzekeraars sterk verbonden met factoren** zoals de **aanpassing** van de **rente** of een **wijziging** in de **levensverwachting**. Als je bijvoorbeeld verwacht dat je een bepaald bedrag moet uitkeren op een moment dat iemand komt te overlijden, maar je schuift dat moment twee jaar op in de tijd, dan heb je als verzekeraar twee jaar langer om op dat bedrag zelf nog geld te verdienen. Dat zijn **elementen** die een **enorme impact** kunnen hebben omdat ze **betrekking** hebben **op een grote portefeuille**. Dat maakt de vergelijking van resultaten op kwartaal- of jaarbasis soms niet altijd even makkelijk als bij andere sectoren.

Wat is het belang van de Combined Ratio?

Thomas: De **combined ratio** geeft bij schadeverzekeraars weer hoeveel je van de **betaalde premies** uiteindelijk overhoudt om zelf iets mee te doen, te investeren of uit te keren aan aandeelhouders. Als je combined ratio bijvoorbeeld 95% bedraagt hou je van elke 100 euro uit premies 5 euro over na de uitbetaalde schade en de gemaakte kosten. **Hoe lager, hoe beter.**

Johan: Het zou kunnen dat je een combined ratio van meer dan 100% hebt, maar dat kan compenseren door een **positief resultaat op de investeringsportefeuille**. Let wel, het is een stuk gezonder om **onder de 100% te blijven**, want anders maak je jezelf sterk afhankelijk van de rendementen op die investeringsportefeuille. En daarbij kan je je dan vragen stellen bij de positionering en de risico-inschatting ten opzichte van de andere verzekeraars.

Thomas: Ook hier speelt de **rente** een belangrijke rol. Bij een hoge rente kan je als verzekeraar iets agressiever te werk gaan door de prijzen erg scherp te zetten om zo uit te komen op een combined ratio die boven de 100% ligt. Maar dat is vandaag, zeker in Europa niet het geval. Laat ons zeggen dat **rond de 95%** een gangbaar cijfer is. Door de pandemie is dat wel even gedaald tot 90% omdat er bijvoorbeeld nauwelijks auto's op de weg waren.

Correcte risico-inschatting is van cruciaal belang voor de winstgevendheid van verzekeraars. Technologie lijkt daarbij een steeds belangrijker rol te spelen.

Thomas: Je refereert naar "insurtech". **Data** is inderdaad een gigantisch belangrijk element, dat steeds meer voor handen is. Het maakt dat verzekeraars in staat zijn om nog **accurater te bepalen waar er mogelijk een risico is**. Hoe beter die oefening wordt gemaakt, hoe exacter de prijszetting kan zijn. En dat is uiteindelijk waar het allemaal om draait. We staan vandaag met insurtech **nog niet zo ver als de banksector met fintech**, maar als je kijkt naar het aantal startups is het duidelijk iets wat de komende jaren steeds belangrijker gaat worden.

Insurtech als bedreiging of als kans?

Thomas: Voor de **sector** in zijn geheel zie ik het vooral als een **positief element**, een kans. Verzekeraars hebben erbij te winnen door de technologie te omarmen. Anders dan de banksector, waar bijvoorbeeld betalingen minder gereguleerd zijn en we dus concurrentie zien opduiken vanuit de fintechhoek, hebben verzekeraars het voordeel dat **startups** door de sterke regulering in principe weinig kunnen doen wat hun klassiek model zou kunnen ondermijnen. Startups kunnen bijvoorbeeld wel een **aggregator** zijn waarbij ze verschillende verzekeraars tegenover elkaar gaan uitspelen. Maar opnieuw, ook dan komt het er als verzekeraar op aan om een zo accuraat mogelijke prijs te maken. En dat kan onder meer ook door insurtechspelers die op **interessante domeinen actief** zijn in huis te halen via **overnames** of via **partnerships**.

Hoe is het gesteld met de waardering van de sector?

Johan: Verzekeraars noteren traditioneel met een **korting ten opzichte van de markt**. Dat is deels te verklaren door de **zware regulering**, zodat het voor een buitenstaander niet helemaal duidelijk is hoe de winst wordt gemaakt. Noem het dus een korting voor complexiteit. Maar kijkend naar de omvang van die korting vandaag, dan moeten we vaststellen dat die een **eind boven het historisch gemiddelde** ligt. Dat is zonder meer overdreven.

Zijn er nog koopjes op de beurs?

Axa (ISIN-code FR0000120628), advies Kopen ; koersdoel 30 euro

kopen - koersdoel 30,00 EUR

		Kerndata	
Slotkoers	24,19 EUR	TR.CompanyMarketCap	57,7
Datum slotkoers	08-10-2021	TR.TotalAssetsReported	804 589 000,0
Koersvork laatste 52 weken	13,65 - 24,45 EUR	TR.OperatingExpActual/TR.BankTotalRevenue	NaN
Beurs	Parijs	TR.PriceToBVPerShare	0,8
ISIN code	FR0000120628	TR.DilutedEpsExclExtra	2,3
Recentste herziening info	10-08-2021	TR.DividendYield	6,0

(*) Historisch, over de laatste 12 maanden

Johan: Dat lijkt mij ook en één van de aandelen die ik in dit verband graag naar voren schuif is **Axa**. De **Franse verzekeraar** heeft de markt enkele jaren gelden verrast met de **overname** van **XL** in de VS. Daar werden toen heel wat vraagtekens bij geplaatst en de resultaten staan er vandaag nog onder druk, maar er wordt duidelijk **voortuitgang** geboekt. XL is bovendien maar een stukje van het bedrijf, maar gaat wel met disproportioneel veel aandacht lopen. **Andere divisies** doen het wel zeer goed de laatste jaren en daar zijn duidelijk wat minder twijfels over. Het aandeel is **goedkoop gewaardeerd** ten opzichte van andere verzekeraars en het bedrijf kan zeker nog wel wat groei laten zien. Die groei zal in lijn liggen met het bbp op de thuismarkt en nog wat meer op internationaal vlak, terwijl er ook op het niveau van de kosten wel nog wat ruimte is. Een goede mix dus.

Axa tegenover de verwachtingen

(herberekend naar AXA)



Bron: Refinitiv Datastream

Ageas (ISIN-code BE0974264930) , advies Kopen; koersdoel 57 euro

kopen - koersdoel 57,00 EUR

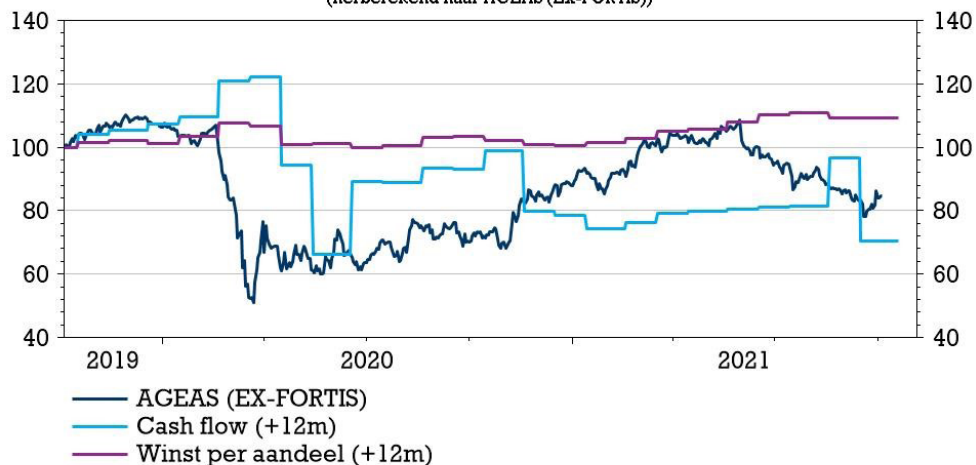
Slotkoers		Kerndata	
Slotkoers	41,36 EUR	TR.CompanyMarketCap	7,9
Datum slotkoers	08-10-2021	TR.TotalAssetsReported	111 418 000,0
Koersvork laatste 52 weken	33,80 - 53,90 EUR	TR.OperatingExpActual/TR.BankTotalRevenue	-
Beurs	Brussel	TR.PriceToBVPerShare	0,7
ISIN code	BE0974264930	TR.DilutedEpsExclExtra	4,0
Recentste herziening info	12-10-2020	TR.DividendYield	-

(*) Historisch, over de laatste 12 maanden

Thomas: Ik schuif **Ageas** naar voren omdat het een goedkoop instapmoment is. Op lange termijn blijft het **Aziatisch verhaal** mooi, de nieuwe CEO heeft nog genoeg ruimte om **optimalisaties** door te voeren, er ligt heel wat **cash** te wachten om uitgekeerd te worden,... Niettemin hinkt Ageas de laatste maanden achter op de sector, gezien de blootstelling aan China. Maar zoals eerder aangegeven lijkt de **marktreactie overdreven**. De Chinese overheid is momenteel op een goede manier de vastgoedmarkt aan het **stabiliseren**, wat uiteindelijk zijn weerslag zal hebben op de **Aziatische beurzen**. Op die manier blijft ook de impact op de **investeringsportefeuille** beperkt, alleszins meer dan wat de markt vandaag vreest. Die portefeuille is sowieso trouwens al een stuk conservatiever dan bij Chinese sectorgenoten.

Ageas tegenover de verwachtingen

(herberekend naar AGEAS (EX-FORTIS))



Bron: Refinitiv Datastream

Disclaimer

Bolero is het execution-only beleggingsplatform van KBC Bank NV en staat los van alle andere beleggingsdiensten die geleverd kunnen worden door KBC Bank NV.

Copyright © KBC Bank NV/Bolero. Alle rechten voorbehouden. Deze informatie mag op geen enkele manier gepubliceerd, herschreven of heruitgegeven worden in eender welke vorm. De intellectuele eigendomsrechten op deze publicatie komen toe aan hetzij KBC Bank NV, hetzij aan met hen verbonden entiteiten of aan derden. U moet zich onthouden van elke inbreuk daarop. Behoudens de uitdrukkelijke voorafgaande en schriftelijke toestemming van de auteur of zijn rechthebbenden, is elke overdracht, verkoop, verspreiding of reproductie, ongeacht de vorm of de middelen, van de publicatie verboden.

Dit is een publicatie van KBC Bank N.V. (Bolero). De bevoegde controleautoriteit voor deze activiteit is de Autoriteit voor Financiële Diensten en Markten (FSMA).

Deze publicatie valt niet onder de noemer 'onderzoek op beleggingsgebied' zoals bedoeld in het koninklijk besluit van 3 juni 2007 tot bepaling van nadere regels tot omzetting van de richtlijn betreffende markten voor financiële instrumenten. Het zijn publicitaire mededelingen, zodat de wettelijke voorschriften ter bevordering van de onafhankelijkheid van onderzoek op beleggingsgebieden niet van toepassing zijn. Bolero garandeert geenszins dat enige van de behandelde financiële instrumenten voor u geschikt is. Bolero geeft hiermee geen specifiek en persoonlijk beleggingsadvies. U draagt bijgevolg de volledige verantwoordelijkheid voor het gebruik dat u maakt van deze publicatie.

De fondsbeheerders van KBC AM kunnen vóór de verspreiding van deze aanbevelingen handelen in het financieel instrument. De verloning van de medewerkers of aangestelden die voor KBC Securities werkzaam zijn en die bij het opstellen van de aanbevelingen betrokken waren, is niet gekoppeld aan zakenbanktransacties van KBC Securities. De rendementen van de in deze publicatie besproken financiële instrumenten, financiële indices of andere activa zijn rendementen behaald in het verleden en vormen als zodanig geen betrouwbare indicator voor toekomstige rendementen. Er wordt niet gewaarborgd dat de voorgestelde scenario's, risico's en prognoses de marktverwachtingen weerspiegelen of dat ze in de realiteit zullen uitkomen. De prognoses zijn louter indicatief. De gegevens in deze publicatie zijn algemeen, louter informatief en aan veranderingen onderhevig.

Als de resultaten van de besproken financiële activa uitgedrukt zijn in een andere valuta dan EUR, kan het rendement door valutaschommelingen hoger of lager uitvallen. Ze geven de analyse weer van de auteur op de daarin vermelde datum. Hoewel de informatie gebaseerd is op volgens de auteur betrouwbare bronnen, kan Bolero niet garanderen dat de informatie accuraat, volledig en up to date is; de informatie kan onvolledig zijn of ingekort. De auteur kan zich beroepen op andere publicaties binnen KBC Groep (vb. van KBC AM of Market Research) of van derde partijen. KBC Bank NV kan nooit aansprakelijk gesteld worden voor de eventuele onjuistheid of onvolledigheid van bepaalde gegevens in deze publicaties. De disclaimers vervat in de publicaties van KBC AM of andere publicaties naar dewelke wordt verwezen, zijn hier eveneens van toepassing.

Niets in deze publicatie mag gereproduceerd worden zonder de voorafgaande uitdrukkelijke en schriftelijke toestemming van KBC Bank NV (center Bolero). Deze publicatie is onderworpen aan het Belgisch recht en aan de uitsluitende rechtsmacht van de Belgische rechtbanken. Voor een aantal essentiële elementen van de beleggingsaanbevelingen (waaronder de belangenconflictenregeling) kunt u de "Algemene richtlijnen m.b.t. de beleggingsaanbevelingen van KBC Asset Management" op www.kbc.be/documentatie-beleggen#aandelen en de "Disclosures" op www.kbcsecurities.com/disclosures raadplegen. Met betrekking tot voormelde aanbevelingen wordt verwezen naar www.kbcsecurities.com/disclosures voor specifieke informatie inzake belangenconflicten.

Beleggen in aandelen houdt substantiële risico's en onzekerheden in. Beleggers moeten in staat zijn om het economische risico van een belegging te dragen en het belegde kapitaal geheel of gedeeltelijk te verliezen.