

ING Investment Office

Publicatiedatum: 23 december 2015

Sectorcommentaar

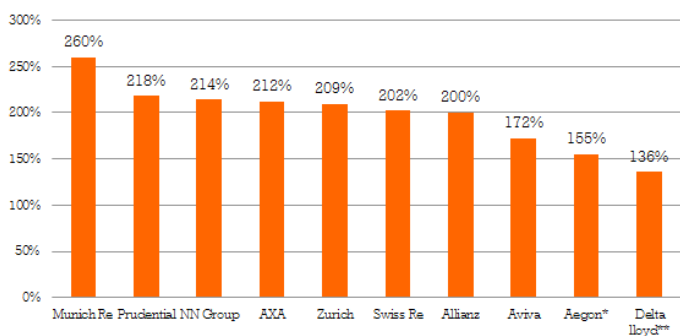
Europese verzekeraars

Door Jan Kleipool, analist

Op 1 januari 2016 wordt 'Solvency II' van kracht voor Europese verzekeraars. Dit nieuwe stelsel van toezichtregels biedt een andere kijk op de manier waarop over kapitaal en risico's bij verzekeraars wordt gedacht. Werd de solvabiliteit (verhouding tussen eigen vermogen en geleend kapitaal) van verzekeraars tot nu op een nogal statische manier berekend, onder Solvency II gaat dit dynamischer en wordt beter rekening gehouden met marktontwikkelingen en bedrijfsspecifieke risico's.

Afgezien van Delta Lloyd en Aegon zijn de verzekeraars in ons universum van verzekeraars die wij volgen goed gepositioneerd voor Solvency II. We hebben een voorkeur voor Allianz en AXA als sterk gepositioneerde en breed gediversifieerde verzekeraars en daarnaast voor Aviva vanwege de kosten- en inkomstsynergie die de overname van Friends Life heeft opgeleverd. Ook over Aegon hebben we een positieve opinie op basis van de lage waardering, het herstructureringspotentieel, de verschuiving van de productenmix richting minder kapitaalintensieve producten en de goede positionering voor een hogere Amerikaanse rente en een sterkere dollar. Maar de relatief lage solvabiliteitsratio van Aegon onder Solvency II blijft voorlopig een punt van zorg. Prudential biedt volgens ons aantrekkelijke groeiomgankelijkheden op de langere termijn dankzij de grote exposure naar Azië. Het concern blijft daarom een van onze favorieten voor de langere termijn, mede gezien de sterke solvabiliteitsratio. We blijven voorlopig 'aan de zijlijn staan' wat Delta Lloyd betreft. Niet alleen vanwege de onzekerheid door de lange periode tot aan de aangekondigde aandelenemissie, maar ook gezien de relatief grote mogelijke impact van een lagere kapitalisatiefactor, de onzekerheid rond de uitvoering van de aanvullende kapitaalversterkende maatregelen, de gevoeligheid voor creditspreads (impliciet in de marktrente verwerkte risicopremie van obligaties), de tegenvallende kapitaalcreatie en de beperkte diversificatie naar regio's en producten.

Recente Solvency II-ratio's

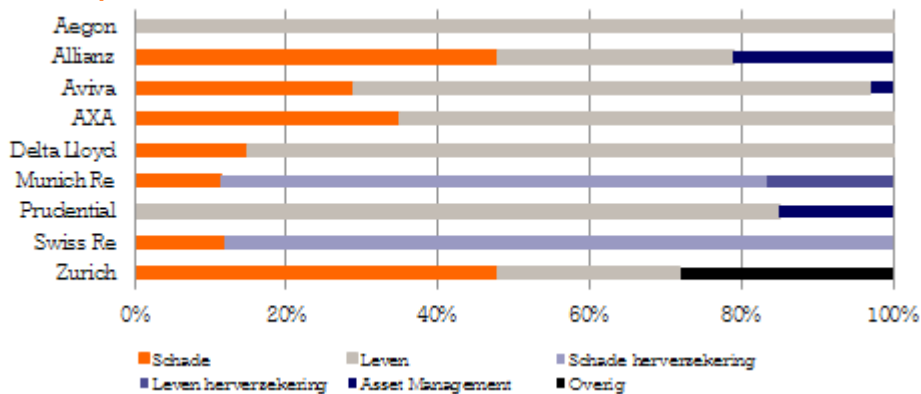


Bronnen: bedrijfspublicaties. Voor Zwitserse verzekeraars: Swiss Solvency Rules. Als nog geen Solvency II ratio beschikbaar was, is de 'economic capital ratio' weergegeven. *) Range: 140-170% **) Pro forma de aangekondigde aandelenemissie en verdere maatregelen 175-180%. Dec 2015.

Solvency II: consistente benadering van reële markt- en bedrijfsrisico's

De regelgeving onder Solvency I was relatief star en simpel en hield te weinig rekening met de risico's die verzekeraars in de praktijk lopen. Het raamwerk schoot vooral tekort door de statische kapitalisatiefactor voor de verplichtingen (uitzonderingen zijn het Verenigd Koninkrijk en Nederland), hield geen rekening met bedrijfsspecifieke risico's en beleggingsrisico's en werd niet op dezelfde wijze toegepast in de verschillende landen. Onder Solvency II is de benadering van zowel de activa (bedrijfsmiddelen) als de passiva (het eigen en geleende vermogen) aangepast. Onder Solvency I werd in sommige landen zoals Italië, Spanje, Frankrijk en Duitsland geen rekening gehouden met de risico's en marktwaarde van de activa. Onder Solvency II worden de risico's en marktwaarde van diverse vermogensklassen echter meegenomen in de berekening waardoor ook de assetallocatie van de beleggingen wordt meegenomen in de berekeningen. Daarnaast is een van de belangrijkste wijzigingen dat de verplichtingen tegen marktwaarde worden gewaardeerd. Voorheen werden verplichtingen in verschillende rechtsgebieden op verschillende manieren bepaald en werd het benodigde kapitaal berekend op basis van vaste risicolasten. Op basis van een zeldzame financiële schok die statistisch gezien (bij een betrouwbaarheidsniveau van 99,5%) slechts eens in de tweehonderd jaar voorkomt zal worden bepaald of het kapitaalniveau afdoende is. Onder de nieuwe regelgeving wordt ook rekening gehouden met optie- en garantiestructuren in polissen waardoor het aanzienlijk minder interessant wordt voor verzekeraars om langetermijngaranties te geven. Ten slotte biedt Solvency II bij de berekening van de gevolgen van stressscenario's op het kapitaal ruimte voor diversificatievoordelen (minder risico dankzij spreiding). Door rekening te houden met correlaties (statistische samenhang) tussen de verschillende risico's kunnen grote, goed gediversifieerde verzekeraars dus profiteren van hun omvang en de diversificatie van de risico's. Daar staat tegenover dat er meer kapitaal aangehouden moet worden voor bedrijfsspecifieke risico's. Kortom, een analyse volgens Solvency II weerspiegelt de werkelijke (bedrijfs-)economische en financiële risico's aanzienlijk beter dan die volgens de oude solvabiliteitsregels.

De productmix per verzekeraar verschilt sterk en daardoor ook de solvabiliteitsbehoefte

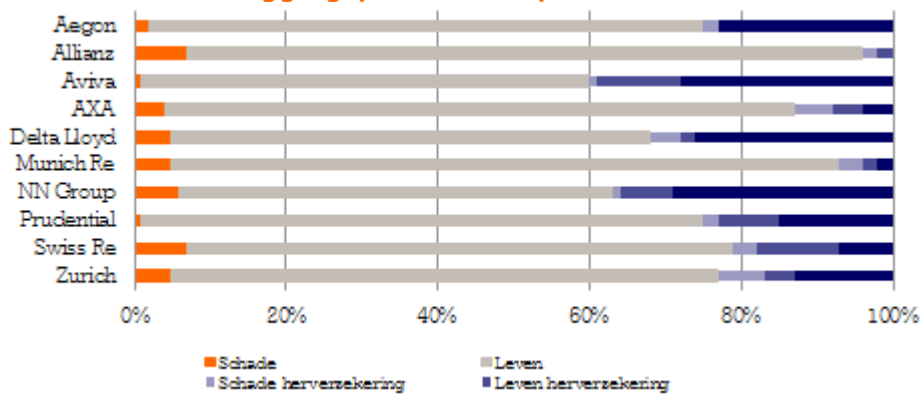


Bron: Bedrijfsrapporten, Citigroup, ING Investment Office

Nadeel van Solvency II: beleggingen in aandelen en vastgoed relatief minder aantrekkelijk

Een groot nadeel van Solvency II is volgens ons echter de lage risicoweging van vastrentende waarden en de relatief hoge risicoweging voor aandelen en vastgoed. Zo hebben Europese staatsobligaties bijvoorbeeld een risicoweging van 0% terwijl aandelen en vastgoedbeleggingen een risicoweging hebben van 20 à 40%. Hierdoor zullen verzekeraars dus waarschijnlijk meer geneigd zijn in vastrentende waarden te beleggen ten koste van aandelen en vastgoed. Afgezien van het feit dat staatsobligaties tijdens de eurocrisis risicovoller bleken dan gedacht, kan een lagere allocatie naar aandelen en vastgoed leiden tot een slechtere inflatiebescherming en lagere verwachte rendementen op de beleggingsportefeuilles van verzekeraars.

Assetallocatie van de beleggingsportefeuille per verzekeraar



Bron: JPMorgan, bedrijfspublicaties, december 2015.

Solvabiliteit wisselvalliger

Daarnaast zorgt de marktwaardering van de activa en de verplichtingen voor meer volatiliteit (beweeglijkheid) van de solvabiliteit terwijl de activiteiten over het algemeen op de lange termijn gericht zijn. De complexiteit van de wiskundige modellen is bovendien zeer groot wat ten koste gaat van de transparantie. De procyclische aard van de marktwaardering, dus het vooruitlopen op verwachte economische ontwikkelingen, is volgens ons een nadeel omdat tijdens perioden van marktstress slecht presterende beleggingen sneller verkocht zullen worden en zo tot verdere koersdalingen kunnen leiden. Ten slotte wordt onder Solvency II het gebruik van interne modellen toegestaan in plaats van het standaardmodel. Dit maakt het voor toezichthouders moeilijker om goed inzicht te krijgen in solvabiliteitspositie van de diverse verzekeraars.

Voor- en nadelen Solvency II

Voordelen Solvency II	Nadelen Solvency II
Meer consistente solvabiliteitsratio's	Risicowegingen vermogensklassen leiden tot voorkeur vastrentende waarden ten koste van aandelen en vastgoed
Dynamische benadering balans	Staatsobligaties 0% risicoweging, negeert lessen Eurocrisis
Marktwaardering activa en verplichtingen	Hoge complexiteit berekeningen gaat ten koste van transparantie
Consistente benadering reële markt- en bedrijfsrisico's	Hogere volatiliteit door marktwaardering terwijl tijdshorizon van verzekeraars over het algemeen zeer lang is
Houdt rekening met diversificatievoordelen	Procyclische aard van Solvency II kan leiden tot versterkend effect van dalingen op aandelenmarkten
	Toestaan gebruik van interne modellen gaat ten koste van transparantie voor toezichthouders en analisten

Bron: ING Investment Office, december 2015

Vooruitzichten verzekeraars positief voor 2016

De nadelen van Solvency II buiten beschouwing gelaten, zijn de vooruitzichten voor verzekeraars volgens ons positief voor 2016. Het merendeel van de verzekeraars in ons universum van ondernemingen die wij volgen, is goed gepositioneerd voor de solvabiliteitseisen van Solvency II. Meer duidelijkheid omtrent de definitieve solvabiliteitsratio's onder Solvency II volgend jaar kan een positieve katalysator zijn voor de koersen van de verzekeraars. Operationeel gezien zijn de trends over het algemeen goed. De winstgevendheid van zowel de schade- als de levensverzekeringsactiviteiten is ondanks de lage rente en de prijsdruk solide en verzekeraars zoals Aegon, AXA en Prudential kunnen profiteren van hogere rentes in de VS. Bovendien verschuiven veel verzekeraars in hun productmix naar minder risicovolle en minder kapitaalintensieve producten zoals polissen met minder garanties en 'defined contribution' pensioenen (bepaalde inleg, opbrengst voor risico verzekeringnemer) in plaats van de voor de verzekeraar meer risicovolle 'defined benefit'-structuur (garantie op uitkering door verzekeraar). Daarnaast kunnen de grote verzekeraars zoals Allianz en AXA profiteren van hun omvang door diversificatievoordelen, de mogelijkheid grote investeringen in IT te doen en cross-sellingmogelijkheden. Een verzekeraar zoals Prudential kan dankzij de sterke aanwezigheid in opkomende markten profiteren van de goede groeimogelijkheden in

deze 'onderverzekerde' markten. In combinatie met de relatief lage waardering van de Europese verzekeringssector tegen gemiddeld 1,2 maal de intrinsieke waarde, 10,8 maal de getaxeerde winst voor 2016 en een getaxeed dividendrendement van 4,7% achten we deze deelsector goed gepositioneerd voor 2016.

Verzekeraars nog steeds belangrijke partij voor activa huishoudens

	Noord- Amerika	Oceanië	West-Europa	Japan	Zuid-Amerika	Azië ex Japan
Bankdeposito's	14%	23%	30%	53%	22%	49%
Effecten	52%	23%	27%	18%	45%	35%
Verzekeringen en pensioenen	32%	52%	40%	26%	30%	15%
Overig	2%	2%	3%	3%	3%	1%
Totaal	100%	100%	100%	100%	100%	100%

Bron: Allianz Wealth Report, JPMorgan

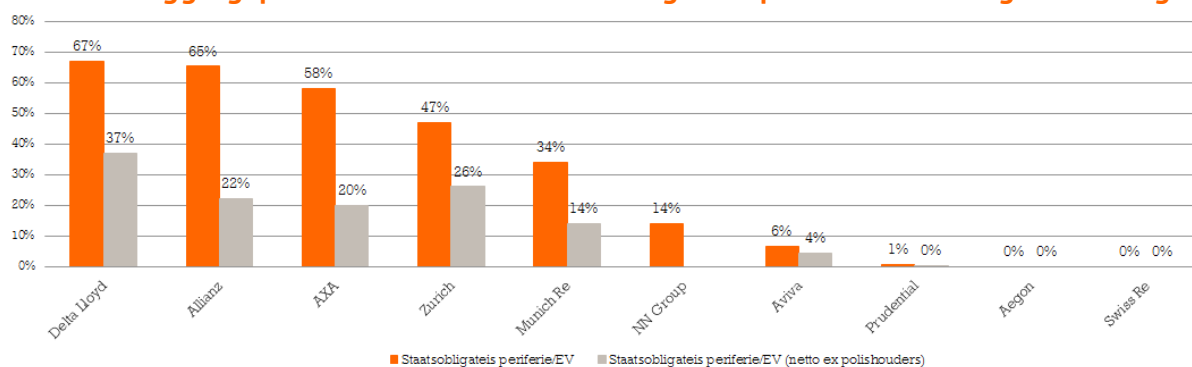
Maar ook veel onzekerheden en risico's voor de verzekeringssector

De verzekeringssector is net als de bankensector sterk afhankelijk van bewegingen op de financiële markten. Denk hierbij aan wijzingen in aannames, sterke rentebewegingen, uitlopende creditspreads, dalende aandelenmarkten enzovoort. Bovendien zijn de spelregels voor de solvabiliteitspositie nog niet in steen gebeiteld. Zo zal er in de komende jaren bijvoorbeeld nog meer werk gedaan moeten worden bij de 'wereldwijde systeemverzekeraars', de verzekeringsmaatschappijen die een vitaal onderdeel zijn van het internationale financiële systeem. Momenteel zijn er negen verzekeraars aangemerkt als wereldwijde systeemverzekeraar: AIG, Prudential (VS), MetLife, Prudential Plc. (VK), Aviva, Ping An, Allianz, AXA en Aegon. De International Association of Insurance Supervisors (IAIS) is nog in de ontwikkelingsfase van een wereldwijde kapitaalstandaard voor de verzekeringssector met onder andere hogere verliesbuffers voor de wereldwijde systeemverzekeraars. Deze standaarden zullen in de komende drie jaar ingevoerd worden. We verwachten echter dat de verzekeraars die onder Solvency II vallen al goed gepositioneerd zijn voor deze wereldwijde regels aangezien deze in veel gevallen vergelijkbaar zijn met Solvency II en zelfs minder geavanceerd zullen zijn.

Grote beleggingsportefeuilles met vastrentende waarden

Verzekeraars hebben over het algemeen zeer omvangrijke portefeuilles met vastrentende waarden in diverse categorieën. Hier vallen dus staatsobligaties onder, maar ook bedrijfsobligaties en obligaties uit opkomende markten. Hoe groter de beleggingsportefeuille ten opzichte van het eigen vermogen, des te groter het risico over het algemeen. De samenstelling is hierbij echter ook van belang. Denk daarbij aan het percentage staatsobligaties ten opzichte van bedrijfsobligaties en of er voornamelijk belegd wordt in obligaties met een hoge creditrating (kredietwaardigheid). Sinds kort maken beleggers zich vooral zorgen om obligaties van energie-gerelateerde bedrijven, tijdens de eurocrisis waren dat vooral staatsobligaties. Een groot deel van het portefeuillerisico wordt over het algemeen echter gedragen door de polishouders, wat het risico voor de verzekeraar weer enigszins beperkt. Hieronder is de exposure naar Europese staatsobligaties uit de randgebieden ('periferie') van de eurozone te zien (zoals Italië, Spanje, Portugal, Ierland) en welk deel voor rekening van de polishouder is.

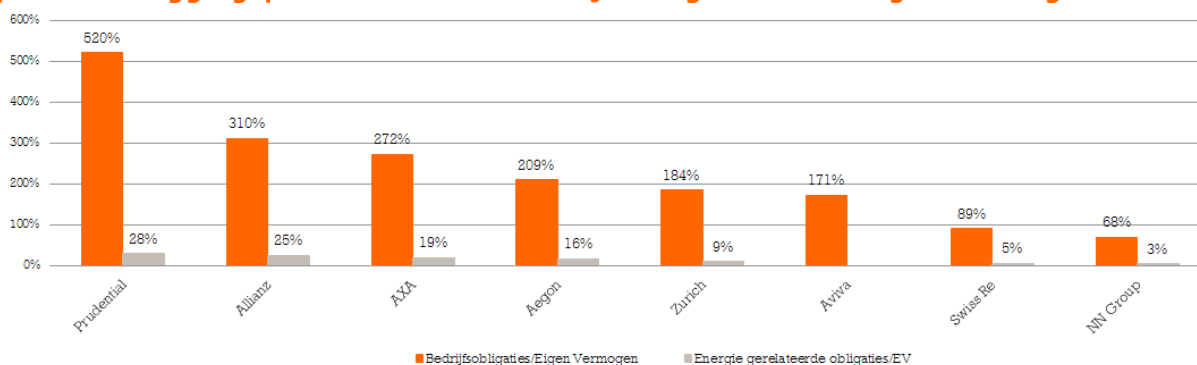
Exposure beleggingsportefeuille naar staatsobligaties periferie t.o.v. eigen vermogen



Bron: JPMorgan, bedrijfspublicaties

De exposure naar bedrijfsobligaties is over het algemeen zeer groot bij verzekeraars. De meeste zijn dan ook zeer gevoelig voor het uitlopen van creditspreads, dus het oplopen van het verschil in marktrente met 'veilige' staatsobligaties.

Exposure beleggingsportefeuille naar bedrijfsobligaties t.o.v. eigen vermogen



Bron: JPMorgan, bedrijfspublicaties

Lagere ultimate forward rate kan leiden tot hogere verplichtingen en lagere solvabiliteit

De Europese toezichthouder voor verzekeraars (European Insurance and Occupational Pensions Authority, EIOPA) gaat de kapitalisatiefactor onder de loep nemen gedurende 2016 en 2017. Het gaat dan specifiek om de zogeheten 'ultimate forward rate' (UFR). Dit is een 'risicovrije' rekenrente die wordt toegepast vanaf 20 jaar in de toekomst, het punt waarop in de swaptermijnmarkt niet genoeg handel is voor een betrouwbare prijszetting. Verzekeraars hebben over het algemeen een zeer lange looptijd van de verplichtingen waardoor ook na 20 jaar een representatieve kapitalisatiefactor nodig is. De reden voor het aanpassen van de UFR is de mogelijkheid van zeer lang laag blijvende rentes. Momenteel is deze UFR bepaald op 4,2% waarmee de effectieve kapitalisatiefactor voor jaar 60 rond de 3,0% ligt. Rond 2016/2017 wil EIOPA de methodologie van deze kapitalisatiefactor echter aanpassen wat mogelijk leidt tot een lagere UFR. Een lagere kapitalisatiefactor leidt tot een grotere stijging van de verplichtingen dan van de activa aangezien de looptijd van de verplichtingen over het algemeen langer is. Dit resulteert dus in een lagere solvabiliteitsratio. Net zoals bij de bankensector, zullen verzekeraars voorlopig dus nog bezig zijn met het verstevigen van de kapitaalpositie. De impact van een lagere UFR kan vrij groot zijn, met name voor verzekeraars met langlopende verplichtingen zoals de Duitse en Nederlandse verzekeraars. Allianz is hier volgens ons echter goed voor gepositioneerd gezien de sterke solvabiliteitspositie en slechts een beperkte impact van zo'n 12 procentpunt op de solvabiliteitsratio bij een 1 procentpunt lagere UFR. Delta Lloyd, dat al een relatief lage solvabiliteitsratio heeft onder Solvency II zal hier echter wel een substantiële impact van ondervinden. Voor Aegon zal de impact waarschijnlijk kleiner zijn gezien de grote exposure naar de VS.

Impact van UFR van 3,2% in plaats van 4,2% op de Solvency II-ratio (in %)



Bron: Bedrijfspublicaties, Goldman Sachs

Onzekerheid over de impact van latente belastingvorderingen op de solvabiliteit

Ten slotte is er is nog steeds onzekerheid over de mate van de verliesdragende capaciteit van latente belastingvorderingen. De theorie is dat verzekeraars bij het modelleren van de zeldzame financiële schokken, de latente belastingvorderingen (of daling van de latente belastingverplichtingen) die ontstaan als gevolg van de gemodelleerde verliezen, kunnen gebruiken om toekomstige belastingen te compenseren. De positieve impact op de solvabiliteit van deze vorderingen is afhankelijk van de mate waarin deze erkent worden. Verzekeraars moeten dus aantonen dat de toekomstige winsten hoog genoeg zullen zijn om aanspraak te maken op deze vorderingen. Als dit niet aangetoond kan worden door de verzekeraar dan kan de waarde van de belastingvorderingen niet meegenomen worden in de solvabiliteit. De moeilijkheid zit vooral in de vele aannames die door de verzekeraars gedaan moeten worden omtrent veranderingen in de operationele omgeving als gevolg van de financiële schok, eventuele veranderingen in de belastingpercentages tegen die tijd en de impact hiervan op de verzekeraar en de klanten. Wanneer de houding van toezichthouders hierin ongunstig uitvalt zal dit voor sommige verzekeraars een aanzienlijke impact kunnen hebben op de solvabiliteitsratio. Over het geheel genomen zijn er dus nog veel losse eindjes in de nieuwe kapitaaleisen voor verzekeraars. Afgezien van de laatste kalibraties voor Solvency II zullen sommige verzekeraars ook moeten voldoen aan wereldwijde verzekeringsregels.

Hieronder een overzicht van de investment cases van de verzekeraars uit ons universum

AXA

De herstructurering van AXA lijkt effectief en biedt vooruitzichten op een betere kapitaalpositie, hogere dividenduitkeringen, bovengemiddelde winstgroei en bovendien exposure naar een verder herstel van de Amerikaanse economie. Het aandeel is relatief laag gewaardeerd en de recente resultaten bevestigen een verbetering van de onderliggende trends. AXA heeft daarnaast verdere kostenbesparingen aangekondigd die de lage rentes kunnen compenseren. Over het geheel genomen biedt AXA volgens ons een aantrekkelijke beleggingscase om te profiteren van een verder herstel van de Europese en Amerikaanse economie en een verbeterend sentiment rond Europese verzekeraars.

Gediversifieerde Franse verzekeraar met wereldwijde exposure

Levens- en schadeverzekeraar AXA is toonaangevend op het gebied van financiële bescherming en is een van de grootste verzekeraars en vermogensbeheerders ter wereld. De activiteiten van AXA zijn geconcentreerd in West-Europa, Noord-Amerika en Azië. Daarnaast bouwt AXA aan een sterkere positie in Centraal- en Oost-Europa en het Midden-Oosten.

Betere vooruitzichten voor Europese verzekeraars

De aanhoudende lage rente in Europa drukt de beleggingsinkomsten bij zowel schade- als levensverzekeringen. De sector probeert deze lagere inkomsten te compenseren door productinnovatie, lagere kosten en betere marges. Herstructureringen en strategische koerswijzigingen sorteren effect bij meerdere Europese verzekeraars dankzij focus op groeimarkten, cross-selling, productinnovatie en aantrekkelijke nieuwe en bestaande productgroepen bieden goede vooruitzichten voor verdere groei en kasstroom generatie. Daarnaast geven de verzekeraars zelf meer blijk van vertrouwen in de solvabiliteitsposities onder de toekomstige solvabiliteitseisen van Solvency II. Hierdoor zijn de dividendvooruitzichten voor Europese verzekeraars volgens ons verbeterd.

Derde kwartaal in lijn op basis van solide trends

Over het geheel genomen bevat de update over het derde kwartaal solide trends. De omzet kwam met €76mld licht hoger uit dan de consensus en de winst uit de nieuwe productie steeg met 2%. Bij de vermogensbeheerdivisie was sprake van een netto-uitstroom in het derde kwartaal, maar over de eerste negen maanden van het jaar is nog altijd sprake van een netto-instroom van €32mld. De consensus hield echter rekening met een instroom van €38mld. De nieuwe productie van levensverzekeringen steeg op vergelijkbare basis met 8% naar €5,6mld en lag daarmee 5% boven de consensus van 5,3mld. De waarde van de nieuwe productie lag echter slechts in lijn met de consensus op €1,8mld. Het verschil is te verklaren door een daling van de marge naar 32% van 34% over de eerste helft van het jaar. Dit impliceert een tegenvallende marge van 28% over het derde kwartaal alleen. De prijzen bij de schadeverzekeringsdivisie stegen met 2,5%. De solvabiliteit daalde licht naar 212% van 215% in het tweede kwartaal en grofweg in lijn met de consensus van 211%.

Waardering in lijn met sector

Tegen 1,6x de tastbare boekwaarde en 10,5x de getaxeerde winst voor 2016 ligt de waardering inmiddels echter in lijn met die van de Europese verzekeraars in ons universum van respectievelijk 1,6x en 9,6x. Sinds begin dit jaar een totaalrendement in euro's behaald van 32% waarmee het aandeel zo'n 18% beter heeft gepresteerd dan de MSCI Insurance Index. Verdere outperformance zal daarom waarschijnlijk moeizamer te realiseren zijn.

Allianz

Allianz noteert op basis van de getaxeerde winst voor 2016 in lijn met de sector. We achten een premie ten opzichte van de sector terecht gezien de sterke balans, de goede kasstroomgeneratie, de sterke positie in de markten waar Allianz actief is en inzet op technologische investeringen die concurrentievoordelen bieden voor een grote verzekeraar als Allianz. De goede kasstroomgeneratie en de sterke balans bieden bovendien een goede basis voor hogere dividenduitkeringen.

Eén van de grootste verzekeraars wereldwijd

Allianz is de grootste verzekeraar in Europa en biedt financiële diensten aan op het gebied van schade- en levensverzekeringen. Daarnaast is Allianz actief op het gebied van private banking en vermogensbeheer. De verzekeraar heeft slechts een beperkte positie in de VS. Steeds meer omzet en winst komt uit de opkomende markten China en India. De winstverdeling naar segment is als volgt: schadeverzekeringen 47%, levensverzekeringen 24% en vermogensbeheer 29%. Naar regio's: Duitsland 24%, West-Europa 30%, VS, VK en Australië 31%, opkomende markten 6% en 9% overig. De beleggingsportefeuille verdeeld naar vermogensklasse: vastrentende waarden 89,6%, aandelen 6,6%, vastgoed 2% en cash 1,8%.

Derde kwartaal tegenvallend door afschrijving en lagere beleggingsinkomsten

De nettowinst kwam uit op €1,36mld en lag daarmee 11% onder de consensus van €1,53mld door tegenvallende beleggingsresultaten bij schade en een afschrijving bij leven in Korea als gevolg van lage rentes. Onderliggend kwam de operationele winst met €2,45mld en lag daarmee 3% onder de consensus. Betere resultaten bij asset management konden tegenvallende resultaten bij schade en leven niet compenseren. De schadeverzekeringsdivisie presteerde slechter dan verwacht door tegenvallende beleggingsinkomsten en wat hoger dan verwachte claims. De winst bij deze divisie kwam 3% lager uit dan de consensus. De genormaliseerde 'combined ratio' kwam dan ook 230 basispunten hoger uit dan verwacht op 97,9%. Een hogere combined ratio duidt op een lagere winstgevendheid van de verzekeraar. De levensverzekeringsdivisie boekte een operationele winst van €738mln zo'n 10% onder de consensus. Allianz zet bij leven in op hogere marges in plaats van volumes. De verkopen daalden dan ook met bijna 14% jaar-op-jaar (joj) met marges die 3% stegen. De asset management divisie boekte een operationele winst van €600mln en lag daarmee 11% boven de consensus dankzij hogere provisiebaten. Opvallend want het beheerd vermogen (assets under management, AuM) kwam met €1.295mld grofweg 3% lager uit dan de consensus door de impact van lagere aandelenmarkten. De netto-uitstroom lag met €14,7mld tegenover

de consensus van €12,0mld. De solvabiliteitsratio daalde naar 200% van 212% in het voorgaande kwartaal en lag daarmee licht onder de consensus. De daling was te wijten aan ongunstige marktbevingen, aanpassing van de interne modellen en een verhoging van de Amerikaanse solvabiliteitsratio van 100% naar 150%. Met 200% blijft de solvabiliteitsratio van Allianz echter zeer sterk.

Waardering volledig maar nog opwaartse potentie

De waardering van Allianz ligt globaal in lijn met het sectorgemiddelde tegen 10,9x de getaxeerde winst voor 2016. Gezien de sterke balans, de goede kasstroomgeneratie en de sterke positie in de markten waar Allianz actief is achten een kleine premie ten opzichte van de sector terecht. Er zit volgens ons echter weinig buitengewoon opwaarts potentieel in het aandeel.

Aviva

Na een succesvolle herstructurering zit Aviva in een tweede herstructureringsfase. Verdere kostenbesparingen zouden ten koste kunnen gaan van arbeidsmoraal, technologie en uiteindelijk de klanten. De aandacht zal dan ook verlegd moeten worden naar operationele efficiëntie en winstgroei. Het breed vernieuwde management team is volgens ons in staat deze hervormingen succesvol door te voeren. Groeimarkten vormen nog steeds slechts een beperkt deel van de totale winst (ongeveer 10%) terwijl aandeel van deze markten in de waarde van de nieuwe productie rond de 20%. Het ligt dan ook voor de hand dat er in de toekomst meer kapitaal wordt toegewezen aan de groeimarkten. Azië is nog steeds een klein onderdeel van de gehele portefeuille. Een duidelijke keuze met betrekking tot deze markt zou positief kunnen zijn voor de beleggingscase. Autonome groei in deze regio zal jaren duren maar het aantal overname kandidaten is beperkt en duur. De waardering van Aviva biedt volgens ons nog opwaarts potentieel dankzij verdere herstructurering. Deze zal meer gericht zal zijn op winstgevendheid, operationele efficiëntie en de integratie van de portefeuille.

Gediversifieerde Europese verzekeraar

Aviva is een de meest gediversifieerde verzekeraars van Europa met meer dan honderd samenwerkingsverbanden over de hele wereld, vaak met de marktleiders in het land. De producten worden zowel via directe en onafhankelijke distributiekanaalen verkocht als via banken als distributiepartner. Aviva heeft de activiteiten in vier regio's ingedeeld: het VK, Europa, Noord-Amerika en Azië. Meer dan de helft van de inkomsten komt uit levensverzekeringen, de rest uit schadeverzekeringen en in mindere mate vermogensbeheer.

Solide resultaten derde kwartaal, hogere synergievoordelen

De waarde van de nieuwe productie steeg 1% kwartaal-op-kwartaal (kok) en 19% jaar-op-jaar (joj) grotendeels dankzij de integratie van Friends Life maar ook door groei in Europese landen buiten het VK en in Azië. Dit is het elfde kwartaal met een stijging van de waarde van de nieuwe productie en dit biedt goede vooruitzichten voor de winst in de komende jaren. De solvabiliteitsratio daalde licht naar 172% van 176% aan het eind van de eerste helft van het jaar. Deze daling is het gevolg van lagere aandelenmarkten, een stijging van de creditspreads in het derde kwartaal en de dividenduitkering. Pas in maart geeft de verzekeraar een volledig overzicht van de Solvency II solvabiliteitsratio met de bijbehorende gevoeligheden voor marktbevingen en doelstellingen. Aviva geeft al wel aandacht het zich comfortabel voelt bij de Solvency II ratio. Het interne model moet in december dit jaar nog goedgekeurd worden.

Waardering in lijn, veel synergievoordelen en hogere winstgevendheid

Tegen 10,4x de getaxeerde winst noteert het aandeel globaal in lijn met het gemiddelde van de Europese verzekeraars in ons beleggingsuniversum van 9,6x. We achten een grotere premie echter terecht gezien de bovengemiddelde winstgevendheid en zicht op synergievoordelen als gevolg van de integratie van Friends Life Group en de goede dividendgroeivooruitzichten. We zien dus nog opwaarts potentieel voor het aandeel.

Aegon

De onzekerheid rond de Solvency II-ratio en aanhoudende aanpassingen in de modellen en aannames daargelaten, zijn de onderliggende operationele trends redelijk. We verwachten bovendien dat het huidige beleid uiteindelijk leidt tot een scherpere focus en meer stabiele resultaten. De strategische verschuiving naar minder kapitaalintensieve producten, de verlaging van de financiële hefboom en renteverhogingen in de VS bieden volgens ons een gunstiger beeld voor de toekomst. We verwachten dat meer duidelijkheid omtrent de Solvency II-ratio en een renteverhoging in de VS in de komende maanden voor meer vertrouwen kan zorgen bij beleggers. In combinatie met de relatief lage waardering blijven

we positief op het aandeel.

Nederlandse verzekeraar die grotendeels afhankelijk is van de VS

Aegon NV is een internationaal verzekeringsbedrijf en biedt voornamelijk levensverzekeringen en daaraan gerelateerde beleggingsproducten aan in de Verenigde Staten, het Verenigd Koninkrijk, Nederland en in toenemende mate de opkomende markten. In Europa worden ook schadeverzekering-, lease- en hypotheekproducten aangeboden. Het merendeel van het resultaat komt uit de VS (57%) waardoor Aegon het beste is te vergelijken met Amerikaanse levensverzekeraars. Het management wil de afhankelijkheid van de VS echter verminderen ten gunste van de nieuwe markten (ongeveer 10%). Nederland is goed voor zo'n 28% en het VK 6%.

Uitsluitel Solvency II-ratio en renteverhoging VS kunnen voor meer vertrouwen zorgen

Twee belangrijke factoren domineren momenteel de beleggingscase. Ten eerste de onduidelijkheid over de hoogte van de solvabiliteitsratio op basis van Solvency II en ten tweede de lange rente in de VS. De onzekerheid rond de Solvency II-ratio blijft waarschijnlijk tot 13 januari 2016 boven het aandeel hangen. Op deze datum wordt er meer informatie vrijgegeven over de exacte Solvency II-ratio. Daarnaast speelt de potentiële renteverhoging in de VS een belangrijke rol waarbij hogere rentes in de VS gunstig zijn voor de verzekeraar. We verwachten meer duidelijkheid over beide factoren in de loop van de komende maanden wat beleggers meer vertrouwen kan geven. Aegon is waarschijnlijk niet genoodzaakt tot een aandelenemissie of een dividendverlaging als gevolg van Solvency II en de kans op een renteverhoging in de VS eind dit jaar of begin volgend jaar is vrij groot.

Wederom een tegenvallend en rommelig kwartaal

Aegon boekte een 5% groter dan verwacht verlies van €524mln over het derde kwartaal. Het verlies was het gevolg van een eerder aangekondigd boekverlies op de verkoop van Canadese activiteiten. De onderliggende winst voor belasting daalde met 21% kwartaal-op-kwartaal (kok) naar €436mln maar lag daarmee wel 5% boven de consensus. Aanhoudende wijzigingen in de modellen en aannames zorgen echter al kwartalen achter elkaar voor rommelige kwartaalcijfers. Exclusief de impact van wijzigingen in aannames lag de onderliggende winst voor belasting namelijk 5% onder de consensus. De operationele kasstroom lag met €350mln echter zo'n 4% boven de consensus. Op het vlak van de solvabiliteit waren er gemengde ontwikkelingen. Zoals verwacht was er geen verder nieuws over de Solvency II ratio dan de eerder aangegeven bandbreedte van 140-170%, uitsluitel komt pas op 13 januari volgend jaar. De solvabiliteitsratio op basis van Solvency I steeg naar 225% van 206% in het voorgaande kwartaal wat te danken was aan een sterkere ratio in Nederland (250% van 225%). In de VS daalde de kapitaalbuffer echter fors naar \$0,6mld van \$1,0mld in het voorgaande kwartaal. Per saldo wederom een rommelig kwartaal met veel gemengde trends. Dat Aegon door de Financial Stability Board in november is aangemerkt als wereldwijde systeemverzekeraar zorgt waarschijnlijk voor strengere kapitaal- en reguleringseisen. Dit voedt uiteraard de onzekerheid rondom de solvabiliteitspositie.

Laag gewaardeerd

Het aandeel is laag gewaardeerd tegen 0,5x de tastbare boekwaarde en 6,9x de getaxeerde winst voor 2016 ten opzichte van respectievelijk 1,97x en 10,9x gemiddeld voor de Europese verzekeraars in ons beleggingsuniversum (ex Aegon en Delta Lloyd). Aegon blijft, ondanks de onzekere factoren, volgens ons een aantrekkelijke herstructureringskandidaat met verdere mogelijkheden voor het afstoten van onderdelen en verdere risicoreductie waarmee extra kapitaal vrijgespeeld kan worden. Hoewel de resultaten wederom een tegenvaller vormden, biedt de beleggingscase volgens ons nog steeds goede vooruitzichten dankzij het herstructureringspotentieel, mogelijke rentestijgingen in de VS en de relatief lage waardering van het aandeel. Bovendien heeft het management aangegeven dat het vertrouwen heeft in het huidige dividendniveau en dat de inkoop van eigen aandelen nog steeds op tafel ligt.

Delta Lloyd

De onderliggende operationele trends bij Delta Lloyd zijn over het algemeen redelijk, maar de sterke daling van de solvabiliteitsratio op basis van Solvency II heeft sterk gedrukt op de koers van het aandeel. De aangekondigde claimemissie in combinatie met de aanvullende maatregelen nemen de zorgen rond de solvabiliteitspositie grotendeels weg. Rekening houdend met de claimemissie is de waardering nog steeds relatief laag en het aandeel biedt volgens ons dan ook opwaartse potentie. De beleggingscase is verbeterd en biedt betere vooruitzichten voor 2016, maar drijft voornamelijk op een normalisatie van de waardering. We blijven voorlopig aan de zijlijn staan bij Delta Lloyd. Niet alleen vanwege de onzekerheid door de lange periode tot aan de aandelenemissie, maar ook gezien de relatief grote potentiële impact van een lagere kapitalisatiefactor, de onzekerheid rond de uitvoering van de aanvullende kapitaalversterkende

maatregelen, de gevoeligheid voor creditspreads, de tegenvallende kapitaalcreatie en beperkte diversificatie naar regio's en producten.

Verzekeraar overwegend afhankelijk van Nederlandse markt

Delta Lloyd biedt levens- en zorgverzekeringen en levert daarnaast pensioen-, vermogensbeheer- en bankdiensten in Nederland, België en Duitsland. De levensverzekeringsdivisie is goed voor zo'n 70% van het operationele resultaat. De algemene, vermogensbeheer- en bankdivisie zijn goed voor respectievelijk 15%, 10% en 5%. Geografisch gezien komt ongeveer 90% van het operationele resultaat uit Nederland en 10% uit België.

Zorgen solvabiliteit deels weggenomen bij succesvolle aandelenemissie

Delta Lloyd heeft aangekondigd de intentie te hebben een claimemissie te doen van €1,0mld. Naar verwachting kan na 24 februari 2016 gestart worden met de emissie als de aandeelhouders toestemming geven. Naast de emissie zijn er nog enkele maatregelen aangekondigd waaronder het schrappen van het dividend over 2015, de mogelijke verkoop van het belang van 30% in Van Lanschot, de verkoop van vastgoed en het richten op minder risicovolle producten. Hierdoor stijgt de Solvency II ratio naar zo'n 175-180% van de 136% in het derde kwartaal van 2015 en ligt de ratio aan de bovenkant van de doelstelling van 140-180%. De minimumratio van de Nederlandse toezichthouder zal waarschijnlijk rond de 150% liggen waarmee Delta Lloyd een redelijke buffer zou hebben voor het dividend van €130mld dat door de verzekeraar is genoemd. Eerder werd al aangekondigd Clifford Abrahams per januari 2016 aantreedt als CFO en is momenteel CFO van Aviva dat voorheen grootaandeelhouder was van Delta Lloyd. Hij heeft een belangrijke rol gespeeld bij de beursgang van Delta Lloyd destijds en lijkt een goede aanwinst voor de verzekeraar. De betere solvabiliteitsratio in combinatie met het aantreden van Abrahams en de relatief lage waardering maakt Delta Lloyd voor 2016 volgens ons tot een betere beleggingscase dan het afgelopen jaar. Op de korte termijn blijft er echter nog steeds onzekerheid rond de solvabiliteitsratio gezien de relatief grote potentiële impact van een lagere kapitalisatiefactor, de onzekerheid rond de uitvoering van de aanvullende kapitaalversterkende maatregelen en onduidelijkheid over de verliesdragende capaciteit van latente belastingclaims.

Waardering inclusief kapitaalversterkingsmaatregelen relatief laag

Rekening houdend met de emissie noteert het aandeel tegen zo'n 5,5x de getaxeerde winst voor 2016 met een dividendrendement van grofweg 5%. De waardering is volgens ons daarmee aantrekkelijk ten opzichte van het gemiddelde van de Europese verzekeraars in ons beleggingsuniversum van respectievelijk 10,7x en 4,4%.

Prudential Plc.

Prudential plc. blijft een zeer sterke beleggingscase met uitstekende groeiomvang, maar dit is inmiddels door de markt ook breed erkend waardoor het aandeel tegen een premie noteert ten opzichte van de rest van de sector in ons universum. Deze premie is volgens ons echter terecht gezien de bovengemiddelde winstgevendheid, de sterke kasstroomgeneratie en aantrekkelijke groeiomvang. De combinatie van goede groeiomvang en een sterke kasstroom is volgens ons zeldzaam binnen de verzekeringssector. Ook de verwaarloosbare exposure naar probleemlanden in de Europese periferie biedt voordelen ten opzichte van andere Europese verzekeraars. Het vertrek van topman Tidjane Thiam creëert op de korte termijn voor onzekerheid over de opvolging en de toekomstige koers van het bedrijf. Tidjane Thiam heeft Prudential goed geleid en was populair bij beleggers. Het vertrek valt bovendien negen maanden voor de invoering van de nieuwe regelgeving van Solvency II. In combinatie met de hoge waardering lijkt de opwaartse potentie op de korte- tot middellange termijn dan ook beperkt.

Britse verzekeraar met sterke positie in Azië

Prudential is een van de grootste internationale levensverzekeraars en heeft een sterke aanwezigheid in het VK, de VS en Azië. Naast levensverzekeringen is Prudential ook actief in schadeverzekeringen en vermogensbeheer. Het productaanbod in het VK en de VS is niet breed, maar de distributiekraacht neemt sterk toe in deze regio's. De Aziatische onderdelen zijn goed voor bijna de helft van de totale verkopen. De Aziatische divisie is geografisch goed gediversifieerd, groeit snel en profiteert van aantrekkelijke marges. Ongeveer 23% van de levensverzekeringsspolissen wordt afgesloten in het VK, 33% in de VS en 44% in Azië. Prudential zet sterk in op de verkoop van zorgverzekeringen en pensioenen in India en China. Daarnaast wordt ook ingezet op grote opkomende economieën waar de bevolking op dit moment nog vrijwel niet is verzekerd. Het Aziatische netwerk biedt dan ook goede groeiomvang en aantrekkelijke marges.

Vertrek topman Tidjane Thiam negatieve factor voor beleggingscase

Het vertrek van topman Tidjane Thiam dat al eerder dit jaar bekend werd gemaakt, is een negatieve factor voor de beleggingscase Tidjane Thiam heeft Prudential goed geleid en was populair bij beleggers. Het vertrek valt bovendien negen

maanden voor de invoering van de nieuwe regelgeving van Solvency II en creëert op de korte termijn voor onzekerheid over de opvolging en de toekomstige koers van het bedrijf.

Update derde kwartaal beter dan verwacht, wel tegenvallende verkopen Azië

De verkopen stegen met 18% jaar-op-jaar (joj) naar £1,33mld en lagen 6% boven de consensus. De verkopen in Azië stegen 19% joj naar £655mld en lagen daarmee in lijn met de consensus. Een lichte tegenvaller was echter dat de groei vooral te danken was aan Hongkong terwijl de verkopen in de rest van Azië daalde met 3% joj. De verkopen in de VS stegen 15% joj naar £421mld en lagen 8% boven de consensus. Het VK presteerde eveneens sterk, de verkopen stegen hier 20% joj naar £252mld en lagen daarmee 10% boven de consensus. De waarde van de nieuwe productie kwam met £574mld zo'n 10% hoger uit dan de consensus. In de VS en het VK lag de waarde van de nieuwe productie respectievelijk 15% en 27% boven de consensus en in Azië lag deze grofweg in lijn. Per saldo een sterk kwartaal, maar de vertraging van de verkopen in Azië buiten Hongkong zorgt voor onzekerheid over de houdbaarheid van de groei in deze regio.

Aantrekkelijke beleggingscase maar hoge waardering

Prudential plc. blijft een zeer sterke beleggingscase met uitstekende groei mogelijkheden, maar dit is inmiddels door de markt ook breed erkend waardoor het aandeel tegen een premie noteert ten opzichte van de rest van de sector in ons universum. Tegen 12,5x de getaxeerde winst voor 2016 en 3,7x de tastbare boekwaarde tegenover respectievelijk 10,9x en 1,97x voor de Europese verzekeraars in ons beleggingsuniversum (ex Aegon en Delta Lloyd). Deze premie lijkt terecht gezien de bovengemiddelde winstgevendheid, de sterke kasstroomgeneratie en aantrekkelijke groei mogelijkheden maar de hoge waardering biedt volgens ons weinig ruimte voor outperformance van het aandeel.

Zurich Insurance Group

Zurich Insurance Group is een goed gekapitaliseerde verzekeraar met een aantrekkelijk dividendrendement en een sterke kasstroom. Zurich heeft volgens ons echter minder initiatieven gericht op strategische koerswijzigingen die leiden tot kostenbesparingen en efficiëntere verkoopmodellen dan andere Europese verzekeraars in ons universum. Hierdoor is het herstructureringspotentieel relatief laag. De focus van Zurich op winstgevendheid heeft geleid tot minder verkopen tegen betere prijzen. Dit heeft echter geresulteerd in een scherpe daling van de premie-inkomsten die niet gecompenseerd worden door de lagere kosten. We hebben een voorkeur voor andere Europese verzekeraars zoals Allianz, Aegon, AXA, Aviva en in de VS MetLife.

Goed gediversifieerde verzekeraar met wereldwijde aanwezigheid

Zurich Insurance Group (Zurich) is een van de grootste verzekeraars ter wereld. De activiteiten zijn onderverdeeld in drie divisies: schadeverzekeringen, levensverzekeringen en agrarische verzekeringen. Vooral de schadeverzekeringsdivisie is een belangrijke speler en is goed voor meer dan de helft van de inkomsten. De schadeverzekeringsdivisie is voornamelijk actief in Europa en Noord-Amerika, maar heeft ook aanwezigheid in opkomende markten waaronder in Azië en Zuid-Amerika.

Derde kwartaal globaal in lijn met winstwaarschuwing

De operationele winst lag met \$256mld (-80% jaar-op-jaar) zo'n 4% boven de consensus die al neerwaarts was bijgesteld door de winstwaarschuwing van september. De combined ratio bij de schadeverzekeringsdivisie kwam uit op 108,6% en lag vrijwel in lijn met de consensus van 108,6%. Een hogere combined ratio duidt op een lagere winstgevendheid van een verzekeraar, waarbij een ratio boven de 100% duidt op verliesgevende activiteiten (exclusief eventuele beleggingswinsten). Het operationele verlies bij de schadeverzekeraar kwam uit op \$180 en lag daarmee in lijn met de winstwaarschuwing. Aanleiding voor de winstwaarschuwing zijn een groter dan verwacht verlies als gevolg van de explosie in Tianjin van \$275mld in combinatie met extra reserves van \$300mld gerelateerd aan Amerikaanse autoverzekeringen. De operationele winst bij de levensverzekeringsdivisie en de Amerikaanse verzekeringsdivisie Farmers lag in lijn met de consensus. Het management zal bij de jaarcijfers bekend maken wat de plannen zijn met de kapitaalbuffer van \$3,0mld. Deze zullen waarschijnlijk deels uitgekeerd worden, maar ook investeringen behoren tot de mogelijkheid.

Waardering volledig

Zurich is een goed gekapitaliseerde verzekeraar, maar op basis van de resultaten in het tweede kwartaal lijken de operationele trends toch wat tegen te vallen. Het aandeel noteert tegen 1,6x de tastbare boekwaarde en 10,2x getaxeerde winst voor 2016. De waardering ligt daarmee licht onder het gemiddelde van de Europese verzekeraars in ons universum van respectievelijk 1,97x en 10,9x (ex Aegon en Delta Lloyd). Het aandeel is daarmee volgens ons volledig gewaardeerd. Het dividendrendement is wel aantrekkelijk met 6,9%. Zeker in de huidige renteomgeving en het gemiddelde dividendrendement van Europese verzekeraars van 5,4%.

Meer weten?

Ga naar www.visiebeleggen.ing.nl

Bel 020 22 888 88 (lokaal tarief), volg ons op Twitter via @INGnl_IO

Of lees het [Maandbericht Beleggen](#)

Belangrijke informatie

De waarde van uw beleggingen kan fluctueren. In het verleden behaalde resultaten bieden geen garantie voor de toekomst. U kunt uw inleg (gedeeltelijk) verliezen. Er is geen rekening gehouden met de kosten van beleggen, zoals een service fee. Deze kosten moeten in mindering worden gebracht op het rendement.

Disclosure

Deze publicatie is opgesteld door Jan Kleipool, analist bij het ING Investment Office en is uitgebracht door ING Bank N.V. Zijn beloning is niet afhankelijk van specifieke observaties of standpunten in deze publicatie. Evenmin houdt hij beleggingsposities aan in de genoemde financiële instrumenten.

Disclaimer

Deze publicatie is opgesteld door Jan Kleipool, analist bij het ING Investment Office, uitgebracht door ING Bank N.V. en is slechts bedoeld ter informatie. ING Bank N.V. is gevestigd in Amsterdam en is onderdeel van ING Groep N.V. Deze publicatie bevat een beleggingsaanbeveling maar geen beleggingsadvies noch een aanbieding of uitnodiging tot koop of verkoop van enig financieel instrument. ING Bank N.V. betreft haar informatie van betrouwbaar geachte bronnen en heeft alle mogelijk zorg betracht om er voor te zorgen dat ten tijde van de publicatie de informatie waarop zij haar visie in deze publicatie heeft gebaseerd niet onjuist of misleidend is. ING Bank N.V. geeft geen garantie dat de door haar gebruikte informatie accuraat of compleet is. De informatie in deze publicatie kan gewijzigd worden zonder enige vorm van aankondiging. Auteursrecht en rechten ter bescherming van gegevensbestanden zijn van toepassing op deze publicatie. Overneming van gegevens uit deze publicatie is toegestaan, mits de bron wordt vermeld. De waarde van uw belegging kan fluctueren. U kunt uw gehele inleg kwijtraken. In het verleden behaalde resultaten bieden geen garantie voor de toekomst. ING Bank N.V. is statutair gevestigd te Amsterdam, handelsregister nr. 33031431 Amsterdam en staat onder toezicht van De Nederlandsche Bank (DNB) en de Autoriteit Financiële Markten (AFM).