

ONDER DE NEDERLANDSE VERZEKERAARS IS AEGON VOLGENS DE MEESTE MAATSTAVEN HET AANTREKKELIJKST GEWAARDEERD

den teleurgesteld op de overname, omdat zij deze duur *vonden* maar vooral omdat zij nu de opbrengst van de Amerikaanse levensverzekeringstak van AXA aan hun neus voorbij zien gaan. AXA wilde deze opbrengst uitkeren aan de aandeelhouders, maar nu wordt het aangewend voor de overname.

Het samengaan met XL Group maakt AXA als aandeel ook riskanter. De hoge prijs die betaald wordt (twee keer de boekwaarde, terwijl de meeste Europese verzekeraars daar ruim onder noteren) en het feit dat de sectoren waarin XL actief is de laatste jaren verre van makkelijk waren, deden direct twijfels rijzen over de haalbaarheid van AXA's langetermijndoelen. AXA had als doelstelling om de winst per aandeel tot 2020 met 3 tot 7 procent per jaar te laten groeien, maar dat lukte in 2017 eigenlijk alleen dankzij fiscale meevallers.

AXA's topman, de Duitser Thomas Buberl, is al enige tijd bezig om het concern te vereenvoudigen. AXA trekt zich uit 26 landen terug waar het te klein is, en gaat zich concentreren op tien kernmarkten en zes markten met grote groeipotentie. De nadruk komt op ziektekosten, schade en vastgoed. Het Amerikaanse levenbedrijf wordt in het tweede kwartaal van dit jaar naar de Amerikaanse beurs gebracht.

De koersval van het aandeel heeft er wel voor gezorgd dat AXA nu tot de voordeligste aandelen in de sector behoort. Maar de verwachtingen worden door analisten ook teruggeschroefd.

Een ander gevolg van de XL-deal kan zijn dat de Europese verzekeringssector grondig door elkaar wordt geschud. Het kan leiden tot een overnamegolf, en dat is iets waarbij in het verleden eigenlijk vooral waarde werd vernietigd. Voor beleggers kan het daarom verstandig zijn vooral naar de kleinere spelers te kijken, die als overnamekandidaat in beeld kunnen komen. Dat lijkt in het voordeel van Aegon, ASR en NN, die voor partijen als

AXA, Allianz of Generali vaak hapklare brokken zijn.

ALLIANZ

Het Duitse Allianz is Europa's op een na grootste verzekeraar, hoewel het bedrijf op de beurs aanzienlijk meer waard is dan AXA. Allianz krijgt van beleggers een hogere waardering, en dat is vooral te danken aan de hogere winstmarge die Allianz op zijn activiteiten weet te boeken. Allianz boekte in 2017 een operationele winstmarge van 10,5 procent, en dat lag aan de bovenkant van de range die het bedrijf zich ten doel had gesteld. Allianz is wel voorzichtig over 2018, hoewel het vasthoudt aan de doelstelling om de winst per aandeel de komende drie jaar met 5 procent te laten groeien bij een rendement op het eigen vermogen van 13 procent.

Een sterke financiële discipline en goede geografische spreiding zorgen dat de resultaten zich stabiel ontwikkelen, en de sterke balans maakt dat Allianz in staat zou moeten zijn om overnames te doen, of kapitaal aan aandeelhouders terug te geven, bijvoorbeeld door eigen aandelen terug te kopen.

Een belangrijke maatstaf voor verzekeraars is de *combined ratio*, een getal dat voor de niet-levensverzekeringen in procenten de verhouding weergeeft tussen de totale (geclaimde) schade en de door het bedrijf gemaakte kosten aan de ene kant, en de in totaal ontvangen premies aan de andere kant. Onder de 100 procent wordt er dus geld verdiend, en hoe lager deze ratio, hoe winstgevender de verzekeringsportefeuille. Allianz streeft in 2018 naar een combined ratio van 94 procent voor het vastgoed- en schadebedrijf. In het meest recente kwartaal zat het daar met 93,7 procent iets onder, wat dus goed is.

GENERALI

Assicurazioni Generali uit Triëst is ook aan het reorganiseren met als doel de geografische focus aan te