

scherpen, hoewel de Italianen de zaken duidelijk minder rigoureuus aanpakken dan AXA. Generali heeft zich ten doel gesteld het operationele rendement op het eigen vermogen boven de 13 procent te krijgen en 7 miljard euro aan cash te genereren. Dat lukte in 2017 wel, maar als gekeken wordt naar het 'gewone' rendement op het eigen vermogen, is dat kengetal bij Generali met 8,5 procent in 2017 relatief laag vergeleken met de rest van de sector. De winst over het afgelopen jaar wordt wel negatief beïnvloed door het verlies van 253 miljoen euro op de Nederlandse activiteiten, die werden verkocht aan de ASR. Ook de activiteiten in Ierland werden van de hand gedaan. De balans is traditioneel het zwakke punt bij Generali, maar de Solvency II-ratio laat verbetering zien, en oversteeg in 2017 de 200 procent.

Generali zet meer in op levensverzekeringen, waar nu al zo'n 70 procent van de omzet vandaan komt. Ongeveer een derde van de omzet wordt in Italië behaald, daarna zijn Duitsland en Frankrijk de twee belangrijkste afzetmarkten. De combined ratio van Generali behoort de laatste

jaren tot de laagste in de sector, en was over 2017 92,8 procent.

NEDERLANDSE VERZEKERAARS

De verzekeringssector is op de beurs van Amsterdam traditioneel goed vertegenwoordigd. De drie grote verzekeraars die er tegenwoordig nog staan (Aegon, NN Group en ASR) lopen wat waardering betreft niet zo ver meer uit elkaar sinds Delta Lloyd is opgeslokt door NN Group. Koers-winstverhoudingen voor 2018 liggen in de buurt van 10. ASR kreeg pas in 2016 weer een notering aan het Damrak, maar zat al snel in de index voor middelgrote bedrijven, waarvan ook Delta Lloyd deel uitmaakte. Delta Lloyd was van vergelijkbare grootte, maar had een aanzienlijk zwakkere balans en was daardoor aangeschoten wild. Voor ASR geldt dat niet. Toch is ASR gezien de laatste ontwikkelingen in Europa ook wel aan te merken als overnamekandidaat. De Nederlandse verzekeraars hebben op dit moment een dividendrendement waar een obligatiebelegger alleen maar van kan dromen, tussen de 4,5 en 5 procent.

ASR staat er, na enkele jaren onder de hoede van de Nederlandse Staat te hebben geopereerd, nu goed

voor. Het Utrechtse verzekeringsbedrijf kan de komende jaren een prima dividendaandeel zijn, maar moet zich nog enigszins bewijzen, hoewel 2017 een prima jaar was, waarin de eigen doelstellingen ruimschoots werden gehaald. Dat zal dit jaar wellicht moeilijk worden, ondanks dat Generali Nederland voor het eerst zal gaan bijdragen aan het resultaat. Het jaar 2018 begon namelijk met flinke stormschades die vermoedelijk oplopen tot zo'n 30 miljoen euro, en hevige turbulentie op de financiële markten, waardoor het beleggingsrendement gedrukt wordt.

STAATSTEUN AFGELOST

Het aanzienlijk grotere Aegon heeft de staatssteun die het tijdens de kredietcrisis nodig had volledig afgelost, en is duidelijk op de goede weg. Aegon krijgt de komende jaren wel te maken met de gevolgen van de brexit. Volgens het bedrijf zelf wordt de impact van een brexit op Aegon op de korte termijn vooral bepaald door de reactie op financiële markten, op de langere termijn zijn er wel degelijk macro-economische gevolgen. Maar omdat zowel verplichtingen als de bezittingen in Britse ponden worden aangehou-

ASR KAN DE KOMENDE JAREN EEN PRIMA DIVIDEND-AANDEEL ZIJN, MAAR MOET ZICH NOG ENIGSZINS BEWIJZEN

Verzekeraars	2018			2019			2020			ratio		ratio		groei wpa
	koers	wpa	wpa	wpa	BW	div%	KW	ROE	Combined	Solvency II	EV/Tot rev	P/tang book		
AXA	€ 22,70	€ 2,63	€ 2,74	€ 2,86	55,0	5,6%	8,6	8,8%	96,1%	205%	0,42	1,39	4,4%	
Allianz	€ 186,00	€ 17,42	€ 18,37	€ 19,29	81,9	4,3%	10,7	10,3%	94,7%	229%	0,89	1,56	5,2%	
GENERALI	€ 15,70	€ 1,58	€ 1,60	€ 1,69	24,2	5,4%	10,0	8,5%	92,8%	208%	0,39	1,64	3,6%	
AEGON	€ 5,60	€ 0,66	€ 0,69	€ 0,72	11,8	4,8%	8,5	11,4%	94,0%	201%	0,39	0,60	5,1%	
α. s. r.	€ 35,00	€ 3,53	€ 3,71	€ 3,85	5,1	4,7%	9,9	17,6%	96,5%	196%	0,66	0,97	4,5%	
NN	€ 35,30	€ 3,79	€ 4,21	€ 4,33	12,0	4,7%	9,3	8,5%	102,4%	199%	1,99	0,54	6,9%	

▲ LEGENDA

wpa winst per aandeel (taxatie) **BW** beurswaarde, in miljard euro **div%** dividendrendement **KW** koers-winstverhouding (taxatie 2018) **ROE** rendement op het eigen vermogen (2017) **Combined ratio** verhouding tussen totale claims en kosten en premie-inkomsten van het niet-levenbedrijf (2017) **Solvency II-ratio** verhouding tussen eigen vermogen en het solvabiliteitskapitaalvereiste onder het nieuwste raamwerk van Europees toezicht op de verzekeraars (2017) **EV/Tot rev** verhouding tussen de ondernemingswaarde en de omzet **P/tang book** verhouding tussen de beurskoers en de boekwaarde per aandeel, gecorrigeerd voor immateriële activa (*tangible book value*) **groei wpa** verwachte jaarlijkse groei van de winst per aandeel tot 2020

(Bron: Bloomberg)