

OBLIGATIES VAN NIET-BEURSGENOTEERDE FINANCIALS

Nederlandse financiële instellingen die niet op de beurs genoteerd staan, hebben er wel interessante obligaties uitstaan.

TEKST: NICO VAN GEEST (KEIJSER CAPITAL)



De opmerkingen ruim een maand geleden van president Klaas Knot van De Nederlandsche Bank waren niet mals. Hij verklaarde ten eerste dat de hypotheekschulden in

Nederland relatief hoog zijn (hoger dan het nationale inkomen), ten tweede dat bij een daling van de huizenprijzen de forse hypotheekblootstelling van banken een risico inhoudt en tot slot dat de fiscale renteaftrek hoge schulden in de hand werkt en dat dit een gevaar vormt voor de consument. Het laatste punt kreeg de meeste aandacht in de pers, maar de eerste twee punten nemen aan relevantie toe nu de economische groei in Nederland in 2012 naar het zich laat aanzien licht gaat dalen.

Een andere zaak waar ook ratingbureau's meer naar kijken, is de zogenaamde fundingratio: het percentage van de kredietverlening dat kan worden gefinancierd uit spaargelden en deposito's. Hoe dichter deze ratio bij 1 komt (dus hoe lager de loan-to-depositratio), hoe minder er extern (op de kapitaalmarkt) geleend hoeft te worden. Deze ratio is bij ING bijvoorbeeld prima (< 1,2). In bijgaande tabel worden ook de 'core' tier-1-kapitaalratio's van de banken vermeld, de solvabiliteitsratio's van de le-

vensverzekeraars (hoe hoger, hoe beter) en de zogenaamde 'combined' ratio van de schadeverzekeraars. De solvabiliteitsratio is mede afhankelijk van de rentestand. De combined ratio geeft het totaal van de kosten en uitbetaalde schades aan, uitgedrukt in een percentage van de premie-inkomsten. Bij een percentage onder de 100 procent is er een surplus.

KWALITEIT VAN DE WINST

Natuurlijk zeggen deze cijfers niet alles. Het gaat immers om de kwaliteit van de winst (het risico dat gelopen is om de winst te realiseren). Wat erg opvalt is het lage rendement op het eigen vermogen (rev) van bijvoorbeeld Friesland Bank.

De aandelen van ABN Amro en ASR zijn in 'tijdelijke' handen van de Nederlandse staat. Dit geeft natuurlijk extra zekerheid, maar dat betekent niet dat er geen obligatierisico's zijn, want obligaties kunnen allerlei bepalingen hebben. Verder is het van belang te weten dat Rabobank een belang heeft van circa 30 procent in Achmea en dat Frieslandbank een 23%-belang heeft in Van Lanschot.

De blootstelling aan de Zuid-Europese eurolanden (en Ierland) is gering. ABN Amro heeft in het derde kwartaal een voorziening van 408 miljoen euro na belasting moeten nemen voor een door de Griekse overheid gegarandeerde lening. Eureko heeft

activiteiten in Griekenland en Ierland en daardoor ook overheidsobligaties van deze landen. Deze bedragen slechts 1,3 procent van de totale vastrentende portefeuille. Bij ASR is er weinig blootstelling aan deze landen, maar ASR heeft relatief weer meer vastgoed op haar balans staan, met name in Nederland. Hieronder bespreken wij kort de betrokken financials en noemen enkele obligaties die aantrekkelijk zijn.

Achmea (Eureko is onlangs 'gefuseerd' met Achmea) is marktleider in Nederland in ziektekostenverzekeringen (ook: FBTO, Avéro, Zilveren Kruis) en schadeverzekeringen ('even Apeldoorn bellen', Interpolis en onlineverzekeraar InShared). Deze activiteiten genereren meer dan 80 procent van de winst. Overige activiteiten zijn: levensverzekeringen, banken (Staalbankier en Achmea Hypotheekbank), en in het buitenland onder meer verzekeringsactiviteiten in Turkije, Griekenland en Rusland.

Aangezien de levensverzekeringen in Nederland voornamelijk voor rekening en risico van de polishouders zijn (en weinig gegarandeerde uitkeringen), heeft Achmea een laag risicoprofiel en zijn de activiteiten weinig kapitaalsintensief. Met maar liefst een eigen vermogen van 10,3 miljard euro is er een behoorlijke buffer aanwezig. Achmea heeft de volgende interessante perpetuele obligaties uitstaan:

	S&P-rating	REV (%)	2008	2009	2010	1H2011	2008	2009	2010	1H2011
			Core tier-1-ratio (%)				Fundingratio (x)			
ABN Amro	A+	8	nb	10,1	10,4	10,9*	nb	1,33	1,35	1,33
Friesland Bank**	A-	1	10,1	10,0	9,0	8,9	1,44	1,55	1,62	1,51
Rabobank	AA	8	10,7	11,0	12,6	12,7	1,34	1,45	1,46	1,44
			Solvabiliteitsratio (%)				Combined ratio (%)			
Achmea (Eureko)	A-	4	197	251	227	233	96,8	95,9	95,7	92,8
ASR	A	9	170	232	221	235	94,1	101,4	100,3	100,3

*ABN Amro 3e kwartaalcijfers **Friesland Bank rapporteert alleen tier-1-ratio

	Coupon (%)	Koers (%)	Rendement (%)		Rating	Omvang	Omschrijving
			19-12-11	Coupon			
ABN Amro	4,31	66,90	6,44	15,57	BBB-	1.000	Fix-to-float; geen cpn in 10-11; afl. 10-3-16, daarna ieder kw. 3mnds Euribor+166bp
Rabobank	3,75	88,70	4,23	5,38	A+	1.000	Aflossen op 09-11-2020
Friesland Bank	2,80	46,24	5,10	niet reëel	BB+	125	Floater; 1ste afl.mogelijkheid 3-12-14, 10-jaars staat +12,5bp, kwartaal aanpassing
Achmea	8,375	89,25	9,38	17,43	BBB	225	Fixed; 1ste aflossingsmogelijkheid 23 mei 2013
Achmea	6,00	65,04	9,22	niet reëel	BBB	600	Fixed; 1ste aflossingsmogelijkheid datum 1 november 2012
ASR	10,00	100,55	9,95	9,92	BBB-	386	Fix-to-float; tot 26 oktober 2019 en ieder jaar erna 3mnds Euribor+ 970,5bp
ASR	3,888	58,00	6,44	niet reëel	BBB-	85	Floater; 1st afl.mogelijkheid 26-1-12, coupon ieder kwartaal 3mnds Euribor +230bp

*effectief of tot eerste aflossingsmogelijkheid

- Achmea, € 225 miljoen, 8,375% perpetuele achtergestelde obligatie, BBB-rating, koers 89,25%; eerste aflossingsmogelijkheid is 23 mei 2013; als dit gebeurt is het effectieve jaarlijks rendement ruim 17%; het couponrendement is aantrekkelijk: 9,4%.
- Achmea, € 600 miljoen, 6% perpetuele achtergestelde obligatie, BBB-rating, koers 65%, eerste aflossingsmogelijkheid is 1 november 2012; als dit gebeurt is het effectieve jaarlijks rendement zeer hoog, maar de kans daarop lijkt ons minder; het couponrendement is aantrekkelijk: 9,2%.

ASR is de oude verzekeraar van Fortis die in handen van de Nederlandse staat is gekomen. ASR heeft last van de dalende markt voor individuele levensverzekeringen en daarbij komt nog dat ASR veel verkoopt via onafhankelijke tussenpersonen die het nu moeilijk hebben. Het 'direct label' Ditso moet de omzetzijde (in schadeverzekeringen) bij tussenpersonen opvangen. In het eerste halfjaar van 2011 werd een nettowinst behaald van 163 miljoen euro bij een eigen vermogen van 3,4 miljard euro. Door boekwinsten op vastgoedbeleggingen zijn de resultaten de laatste jaren gestut.

Aangezien ASR in handen van de staat is, zijn overnames moeilijk. Bovendien wil de staat ASR verkopen maar in de huidige markt betekent dit een fors verlies, aangezien ASR indertijd voor 4 miljard euro is gekocht. Dus mag men verwachten dat verkoop op dit moment niet opportuun is, wat weer gunstig is voor onder meer obligatiehouders. ASR heeft twee interessante obligaties:

- ASR, € 386 miljoen, 10% perpetueel achtergesteld, BBB-rating, koers 100,55%, eerste aflossingsmogelijkheid is 26 oktober 2019; als dit gebeurt is het effectieve jaarlijks rendement: 9,9%; daarna driemaands Euribor rente + 970,5 basis-

punten; het couponrendement is sowieso aantrekkelijk: 9,95%.

- ASR, € 85 miljoen, 3,888% variabel, perpetueel achtergesteld, BBB-rating, koers 58%, rente driemaands Euribor + 230 basispunten, wat resulteert in een couponrendement van ca. 6,4%; eerste aflossingsmogelijkheid is 1 november 2012; de kans op aflossing lijkt ons nihil.

ABN Amro (92,6% Nederlandse staat) heeft in 2011 haar onderliggende resultaten sterk verbeterd, ondanks de genoemde afboeking in Griekenland, en realiseerde in de eerste negen maanden van dit jaar een nettowinst van 983 miljoen euro bij een eigen vermogen van 11,8 miljard euro. Met name de efficiëncyratio (kosten/baten) verbeterde sterk van 70 (2010) naar 63 procent; de ambitie is lager dan 60 procent in 2014. Onlangs verhoogde S&P haar rating van A naar A+.

Ook bij de Rabobank staan we niet lang stil (eerste halfjaar 2011: nettowinst 1,8 miljard euro bij een eigen vermogen van 42,5 miljard euro en een kosten-batenratio van 60%). Onlangs heeft de Rabobank bij twee ratingbureaus haar AAA-rating verloren, maar ook met een AA-rating heeft zij nog steeds de hoogste creditrating van de banken in Nederland.

De obligaties van beide banken zijn aantrekkelijk gezien de geringe debiteurenrisico's, maar zij bieden nauwelijks meer rendement dan de spaarrente van deze banken. Vandaar dat we van beide banken een speciale obligatie uitlichten.

- ABN Amro: € 1 miljard, 4,31%, achtergestelde perpetuele obligatie, BBB-rating, koers 66,90%. Vanwege afspraken met de Europese Commissie (staatssteun) mag over deze obligatie in 2011 en 2012 geen rente betaald worden. Dit verbod eindigt in maart 2013. Aangezien er een cumulatieve couponverplichting is, vindt dan dus de uitgestelde rentebetaling plaats. Deze lening kan in maart 2016 afgelost

worden. Als er geen aflossing plaatsvindt, wordt de rente vanaf dat moment omgezet in een driemaands Euribor rente +166 basispunten. We gaan ervan uit dat deze tier-1-lening op een zeker moment wordt ingekocht door de bank.

- Rabobank: € 1 miljard, 3,75% achtergestelde lening 2011-2020, A+-rating, koers 88,75%; het effectieve rendement is 5,4% en is een goed alternatief voor de leden-certificaten, die op dit moment een lager rendement hebben.

Friesland Bank (FB) maakt nauwelijks winst (eerste halfjaar 2011: 5 miljoen euro) en heeft te kampen met afboekingen op het belang van Van Lanschot. Deze afboekingen resulteerden in een verlies in 2010 en waarschijnlijk zijn zij weer de boosdoeners in 2011. De afschrijving op Van Lanschot is nodig in het kader van de nieuwe Basel III-richtlijnen, die de komende jaren gefaseerd ingevoerd zullen worden. Onlangs is een meerderheid van FB Assurantiën verkocht aan Delta Lloyd. Het ratingbureau Fitch verlaagde de rating naar BB. De huidige kapitalisatie van FB is volgens dit ratingbureau acceptabel wanneer investeringen in bancaire deelnemingen en in participatiebedrijven niet worden meegeteld. FB is actief spaargeld aan het aantrekken teneinde de fundingratio te versterken.

- FB: € 125 miljoen, 2,8% perpetuele achtergestelde lening; BB+ rating; koers 46,24%; de rente is variabel: Nederlandse tienjarige staatsrente +12,5 basispunten en wordt per kwartaal betaald; huidige couponrendement is 5,1%; we hopen echter op een vervroegde aflossing. ■

Keijser Capital handelt in genoemde obligaties en kan hier een positie in hebben. Ook de auteur belegt in betrokken instrumenten. Zie voor de volledige disclaimer www.keijsercapital.nl.