

Ich habe Aktien der Admiral Group gekauft – sowohl privat als auch in meinem Hauptwikifolio zu Preisen knapp unter 21 €. Herzlichen Dank dabei an Jasper, dessen Post mich auf den jüngsten Kursrutsch (von 25€ im Mai auf 20€) aufmerksam gemacht hat, wodurch mir dieses großartige Unternehmen nun endlich einmal günstig genug erscheint.

Da Admiral Group unter den deutschen Valuebloggern bereits fast eine Art Modeaktie geworden ist möchte ich hier zunächst gar nicht so ausführlich darüber schreiben, sondern Links zu deren Analysen sammeln und nur wenig zusätzliche Worte verlieren.

Kurze Investmentthese

geringer Kapitalbedarf und starkes Wachstum
hohe Ausschüttungen – rund 6% Dividendenrendite
aktuelle Gewinne deutlich unter dem erwartbaren langfristigen Mittel
Expansion in Auslandsmärkte sehr erfolgreich
Kostenführer im britischen KFZ-Versicherungsmarkt
starke Preisvergleichsseite und inzwischen gute Kundenbasis erleichtert Expansion in neue Geschäftsfelder (Gebäudeversicherungen, Kredite)
beste Chancen langfristig zweistellige Wachstumsraten zu erleben
In der aktuellen Phase der Konjunktur ist es mir lieber auf Unternehmen zu setzen die nicht zu sehr unter einem Konjunkturerinbruch leiden

Die Popularität der Aktie unter deutschen Valuebloggern lässt bei mir als erstes Alarmglocken schrillen – kann eine so populäre Aktie denn noch unterbewertet sein? Immerhin haben mindestens [Jasper](#), der [arme Charlie](#), [MMI \(ValueAndOpportunity\)](#) und [TomB](#) die Aktie in ihren Depots und es würde mich nicht wundern wenn sich z.B. [Michael](#) oder [Stefan](#) dazugesellen, die beide solche Wachstumsunternehmen lieben. Auf der anderen Seite erinnere ich mich auch noch an die Hauptversammlung von Hypoport (bei unter 25€ Aktienkurs damals) wo die Hälfte der Top-Wikifolios vertreten waren und dazu einige aus den einschlägigen Börsenforen bekannte Namen. Geschadet hat das schließlich auch nichts... Und vor allem: Die professionellen Analysten sind bei Admiral überhaupt nicht der Meinung ein tolles Unternehmen zu haben, sie sind fast durchweg negativ eingestellt.

Zuallererst ein kleiner Überblick über die langfristige Entwicklung:

| KPI | 2007 | 2008 | 2009 | 2010 | 2011 | 2012 | 2013 | 2014 | 2015 | 2016 |
|--|--------|--------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|
| Group Financial | | | | | | | | | | |
| Turnover £m | 808 | 910 | 1,077 | 1,585 | 2,190 | 2,215 | 2,030 | 1,971 | 2,119 | 2,576 |
| Customers m | 1.5 | 1.7 | 2.1 | 2.7 | 3.4 | 3.6 | 3.7 | 4.1 | 4.4 | 5.2 |
| Group pre-tax profit ¹ £m | 182.1 | 202.5 | 215.8 | 265.5 | 299.1 | 344.6 | 370.7 | 356.5 | 376.8 | 284.3 |
| Earnings per share | 48.6p | 54.9p | 59.0p | 72.3p | 81.9p | 95.1p | 104.6p | 103.0p | 107.3p | 78.7p |
| Dividend per share | 43.8p | 52.5p | 57.5p | 68.1p | 75.6p | 90.6p | 99.5p | 98.4p | 114.4p | 141.4p |
| UK Insurance | | | | | | | | | | |
| Customers (000) | 1,382 | 1,587 | 1,862 | 2,459 | 2,966 | 3,019 | 3,065 | 3,316 | 3,612 | 4,116 |
| Total premiums £m | 617 | 690 | 805 | 1,238 | 1,729 | 1,749 | 1,562 | 1,482 | 1,590 | 1,863 |
| Reported combined ratio | 83.4% | 81.0% | 84.9% | 83.5% | 91.9% | 90.0% | 81.0% | 80.0% | 79.0% | 88.4% |
| UK insurance pre-tax profit £m | 142.2 | 179.9 | 206.9 | 275.8 | 313.6 | 372.8 | 393.7 | 397.9 | 444.2 | 338.5 |
| Other revenue per vehicle £ | | | 77 | 84 | 84 | 79 | 67 | 67 | 63 | 62 |
| International Car Insurance | | | | | | | | | | |
| Vehicles covered | 46,900 | 73,700 | 121,000 | 195,000 | 306,000 | 436,000 | 515,300 | 592,600 | 673,000 | 864,200 |
| Total premiums £m | 14.2 | 26 | 43 | 71 | 112.5 | 148.5 | 168.3 | 185.4 | 213.3 | 331.3 |
| Reported ² combined ratio | 232% | 198% | 204% | 173% | 164% | 177% | 140% | 127% | 126% | 125% |
| International car insurance result £m | (0.7) | (4.1) | (9.5) | (8.0) | (9.5) | (24.5) | (22.1) | (19.9) | (22.2) | (19.4) |
| Price Comparison | | | | | | | | | | |
| Total revenue £m | 69.2 | 66.1 | 80.6 | 75.7 | 90.4 | 103.5 | 112.7 | 107.5 | 108.1 | 129.2 |
| Operating profit /(loss) ¹ £m | 36.7 | 25.6 | 24.9 | 11.7 | 10.5 | 18 | 20.4 | 3.6 | (7.2) | 2.7 |

Hier nun also ein paar Links zu guten Analysen und danach einige abschließende Kommentare dazu von meiner Seite:

Links

TomB:

[hochprofitable KFZ-Versicherung aus Britannien – 19.12.2013](#)

[Ein Blick in die Business Fundamentals – 27.05.2014](#)

[Update Admiral Group \(zum Ogden-Rate-Effekt\) – 09.03.2017](#)

Jasperquast:

[Großbritanniens Geico – 26.09.17](#)

Valueandopportunity:

Short Candidate or Outsider Company with a moat? – 18.06.2014

Shortcuts – 22.08.2014

Update (ADD) – 31.08.2017

Weitere gute Artikel hat mir eine kurze Suche im Netz zu Tage gefördert, die ich euch auch nicht vorenthalten will:

ValueInvestorClub:

https://www.valueinvestorsclub.com/idea/Admiral_Group/137024

https://www.valueinvestorsclub.com/idea/Admiral_Group/128410

Valuwalk:

<http://www.valuwalk.com/2015/04/a-scandinavians-path-to-value-investing-and-long-case-for-admiral-group-slides/>

UKValueInvestor:

<https://www.ukvalueinvestor.com/2015/04/admiral-group-top-rated-stock.html/>

... und auch auf Seekingalpha hat Admiral Fans: <https://seekingalpha.com/symbol/AMIGY>

Mein Kommentar dazu:

Interessant ist hier, dass ich unter den Blogartikeln kaum etwas negatives gehört habe, während die Analysten der Aktie weniger zutrauen und sich **regelmäßig pessimistisch** zeigen (6 sell, 6 hold, 1 buy). Admiral ist tatsächlich ein eher schwer verständliches Geschäft. Das Label ist erstmal „KFZ-Versicherung“ – im Versicherungssektor ein Kurs-Buchwert-Verhältnis von knapp 10 zu erreichen ist eigentlich jenseits aller üblichen Maßstäbe und würde normalerweise krasse Überbewertung andeuten. Der Grund sind die regulatorischen Anforderungen an das Eigenkapital (was Wachstum nur mit neuem Kapital möglich machen würde) und dass Standardversicherungen als ein austauschbares Gut gelten (und damit im harten Wettbewerb stehen). Admiral nimmt aber nur 25% der Versicherungssumme in die eigenen Bücher, der Rest wird Co-versichert oder rückversichert – somit wird entsprechend weniger Kapital gebunden. Man könnte sagen, Admiral ähnelt in der Hinsicht eher einem

Versicherungsmakler mit Risikobeteiligung (auch da sie über die eigenen Preisvergleichsseiten eben an andere Versicherer vermitteln).

Gleichzeitig ist Admiral sehr gut darin, zusätzliche Leistungen rund um die Autoversicherung zu vermitteln. Ein sehr großer Teil der Gewinne stammt eben genau hieraus – insofern ähnelt Admiral in dem Punkt eher dem Betreiber einer Online-Vermittlungsplattform. Die hauseigene Seite zum Preisvergleich von Versicherungen soll denn auch ausgebaut werden und alles rund ums Auto (bis zum Kauf!) vermitteln. Dieses Plattformgeschäft ist bei Investoren besonders beliebt, da es ohne großen Kapitalbedarf funktioniert, perfekt skalierbar ist und bei hinreichender Größe fast unangreifbar wird. Meiner Meinung nach ist der Wert der Preisvergleichsplattformen allein schon mindestens 300 Mio € und in strategischer Kombination mit dem restlichen Geschäft noch wesentlich mehr.

Meiner Meinung nach ist das auch der Grund für die relative Unterbewertung die ich sehe: mit klassischen Bewertungsmethoden als Versicherung ist Admiral teuer, um es als Plattformgeschäft zu bewerten ist der Versicherungsanteil aber zu groß. Bewerten sollte man es aber nicht als klassische Versicherung, sondern als Mischung aus Versicherung (kapitalintensiv, normalerweise langsames Wachstum), Vermittler (wettbewerbsintensiv aber gut da geringe Kapitalbindung) und Online-Plattform (super Geschäft, da perfekt skalierbar).

Das Schöne ist, dass ich mir bei Admiral im Moment relativ sicher bin

1. nicht am zyklischen Höhepunkt zu kaufen (aktuelle Gewinne sind durch die geänderten Abzinsungsraten unterdurchschnittlich, dazu hohe Investitionen in Auslandsmärkte und Vergleichsplattformen. Admiral schätzt, dass der britische Markt insgesamt deutlich in den unprofitablen Bereich gedrückt wird und folglich zu Preiserhöhungen gezwungen ist, was weiteres Wachstum für Admiral bedeuten würde)
2. einen langfristigen Wachstumswert mit strukturellem Vorteil zu kaufen – die Kosten sind wesentlich geringer als bei der Konkurrenz.

Die Sache mit dem langfristigen Wachstum ist zwar nicht ganz neu bei Admiral, aber man hätte in den letzten Jahren auch Zweifel bekommen können wie es weitergeht. Die Versicherungsmärkte haben starke Preiszyklen, in Admiral versucht nur bei guten Margen viel Neugeschäft zu machen. Zeitweise stagnierten daher die Umsätze und Gewinne. Dazu sind die Auslandsmärkte noch nicht profitabel.

Die Schadenquoten in den europäischen Märkten sind aber in Ordnung und die Umsätze wachsen deutlich stärker als die Kosten (zuletzt 7% Kostenzuwachs gegen 30%

Umsatzwachstum). Würden die Tochtergesellschaften in Italien, Frankreich, Spanien und den USA so erfolgreich wie in Großbritannien wirtschaften, hätte Admiral bald ein Drittel höhere Gewinne. Die Skalierung läuft aber vor allem so gut, dass man sich des Erfolges des Geschäftsmodells einigermaßen sicher sein kann. Vor ein paar Jahren hätte es auch noch passieren können, dass man sich nach zu großen Schwierigkeiten wieder zurückzieht, inzwischen ist die Profitabilität nur noch eine Frage der Zeit.

Mir gefällt auch die Strategie sehr gut, Märkte selbst zu erschließen statt mit teuren oder schlechten Übernahmen den Marktanteil direkt zu kaufen. Es ermöglicht einerseits die eigene Unternehmenskultur zu transportieren (Admiral setzt sehr stark auf motivierte und loyale Mitarbeiter und zufriedene Kunden) und ist mit wesentlich weniger Aufwand zu erreichen. Einzig die zu Beginn sehr dünne Datenlage zur Risikoschätzung macht es bei Versicherern schwerer, aber Admiral hat es ja bereits geschafft in den Zielmärkten Fuß zu fassen. In den USA hat sich Admiral bisher auf nur vier Bundesstaaten konzentriert um Erfahrungen zu sammeln und das Risiko zu minimieren, wird aber die Werbeaktivitäten regional ausweiten. In Großbritannien hatte Admiral in der Vergangenheit alle 5 Jahre Kundenbasis und Umsätze verdoppelt, mit dem erfolgreichen Markteintritt in die USA und einige europäische Länder sowie neuen Geschäftszweigen (Hausratversicherung) sehe ich trotz des abflachenden britischen Wachstums noch genug Potential dass das länger so weitergehen kann.

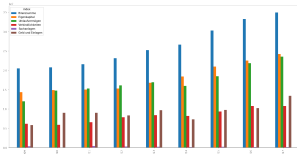
Als ein gewisses Risiko könnte man die Entwicklung von autonom fahrenden Autos sehen. Es ist möglich, dass hier die Autokonzerne statt der Fahrer in die Haftung genommen werden falls Unfälle geschehen – dementsprechend würden solche Autos wohl vorerst sehr teuer und sich nur langsam durchsetzen, allerdings muss man davon ausgehen dass in diesem Fall die KFZ-Versicherung überflüssig würden oder nur noch sehr kleine Teilbereiche abdecken, das Geschäft also wegbricht. Auf der anderen Seite halte ich für sehr unwahrscheinlich vor 2030 wirklich komplett autonome Autos zu haben, Admiral hat also genug Zeit um andere Versicherungszweige (wie Hausrat in GB) zu erobern.

Sollte das Wachstum doch einmal nachhaltig abflachen wäre es auch leicht möglich, dass Admiral den auf eigene Rechnung genommenen Anteil der Versicherungssumme erhöht und dann auch mehr am Kapitalmarkt verdient. Bis dahin ist es aber noch ein sehr langer Weg, und ich rechne nicht innerhalb der nächsten zehn Jahre damit. Wohl aber mit saftigen Wachstumsraten und steigenden Dividenden, die hier im wesentlichen den free Cashflow spiegeln und meiner Meinung nach die entscheidende Kennzahl zur Bewertung sind (da

Buchwerte im Gegensatz zu klassischen Versicherern hier nur zu einem kleinen Teil eine Rolle spielen und die Stärken der Admiral woanders liegen). Und bezogen auf eine nachhaltig zu erwartende Ausschüttung von aktuell 6% mit langen Wachstumsaussichten ist Admiral stark unterbewertet.

Wer auf den Artikel zu Argo Graphics wartet – ich habe ihn bereits begonnen, aber für solche Analysen brauche ich leider immer viel Zeit. Freut euch weiter darauf! ☐

Argo Graphics – japanische Ingenieurssoftware



In meinem letzten Post habe ich bereits angekündigt, dass ich mit Argo Graphics eine weitere...

Wie man an Aktien mit zweistelliger Dividendenrendite kommt...

Zweistellige Dividendenrenditen bei einer Inflation von unter 2% würde wohl jeder gerne nehmen, aber die...

DistributionNOW – Wette auf mehr Ölinvestitionen

Ich gebe gerne zu, dass ich bisher beim Absturz der Ölpreise und der dazugehörigen Aktien...

Dieser Beitrag ist zuerst auf [Preis und Wert](#) erschienen. Kommentare kannst du gerne auf dem [Blog](#) hinterlassen. - Wie immer gilt: Es handelt sich um keine Anlageberatung oder Empfehlung. Mach dein eigenes Research. Bitte beachte unseren [Disclaimer](#).