

AEGON

Laatste update: Aug. 15, 2014

 Aandelen Factsheet
 ABN AMRO Equity Research

Opinie

Datum laatste opiniewijziging
 Vorige Opinie
 Koersdoel
 Concurrentievoordeel
 Risico indicator

Kopen

15 Augustus 2014
 Houden
 7,00 EUR
 Geen Opinie
 Geen Opinie

Analist

Titel
 ABN AMRO Contact
 Email

JanWillem Knoll

Analyst

Ralph Wessels

ralph.wessels@nl.abnamro.com

Bedrijfsomschrijving

De kernproducten van Aegon zijn financiële bescherming en vermogensopbouw. Ruim 80% van de omzet komt uit de kernactiviteiten (levensverzekeringen, pensioenen en spaar- en beleggingsproducten). De groep houdt zich ook bezig met ongevallen-, ziektekosten- en schadeverzekeringen en beperkte bankactiviteiten. Aegon is vooral actief op het Amerikaanse continent, Nederland en het Verenigd Koninkrijk, en daarnaast ook in een aantal groei regio's, waaronder Oost-Europa en Azië.

Commentaar analist

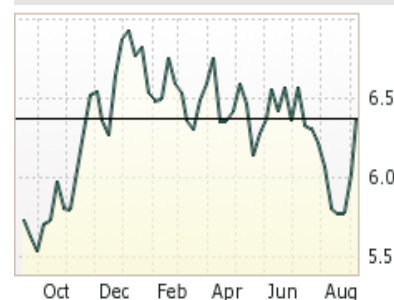
Aegon: onderliggende winst circa 2% hoger dan verwacht

Aegon heeft over het eerste kwartaal van 2014 EUR betere resultaten bekendgemaakt. Het onderliggende resultaat vóór belasting (UEBT) kwam uit op EUR 498 miljoen, een meevaller van ca. 2% ten opzichte van de door de consensus verwachte EUR 489 miljoen. De nettowinst lag met EUR 392 miljoen 22% boven de verwachte EUR 321 miljoen. De meevaller was van lage kwaliteit en steunde op hogere gerealiseerde winsten en lagere waardeverminderingen. De omzetgroei was solide en werd gedragen door pensioenen, variabele annuïteiten en vermogensbeheer. Het eigen vermogen kwam uit op EUR 19.129 miljoen, 6% hoger dan verwacht. De operationele vrije kasstroom was zwakker dan verwacht. In Nederland was de onderliggende winst beter door hogere beleggingsinkomsten in pensioenen en lagere financieringskosten in Life & Savings. Aegon US, dat goed is voor ca. 70% van de genormaliseerde winst, stelde teleur. In het Verenigd Koninkrijk was de onderliggende winst hoger door meer contractverlengingen en doordat hogere aandelenmarkten de hogere investeringen in technologie ruimschoots compenseerden. De onderliggende winsten uit nieuwe markten waren conform verwachting; tegenover hogere winsten in vermogensbeheer en Midden- en Oost-Europa stonden lagere winsten in Azië. Aegon mikt op een groei van de onderliggende winst vóór belasting van 7-10%.

Argumentatie

Onze opinie voor levensverzekeraar Aegon is neutraal. Wij verwachten dat Aegon meer kapitaal gaat terugsluizen naar aandeelhouders. Aegon heeft zijn kasstroomgenererend vermogen vergroot door zich te focussen op het genereren van liquide middelen en op selectieve groeigebieden. Dividendgroei wordt

Koersontwikkeling (12 mnd)



	1M	1Y	5Y
AEGON	+5.38%	+14.25%	+27.07%
NETHERLANDS	+5.71%	+13.83%	+43.65%
AEX...			

De waarde van uw belegging kan fluctueren. In het verleden behaalde resultaten bieden geen garantie voor de toekomst.

Kerngegevens

Land	Nederland
Sector	Financiële Instellingen
Valuta	EUR
Koers	6.38
Dagkoers	2014-09-08
Ticker	AGN NA
ISIN	NL0000303709
Duurzaamheidsindicator	Above Average
12-maands hoog	6.99
12-maands laag	5.12
Beta (5jr)	1.65
Marktkapitalisatie	13.66 Mld
Jaarresultaat komend jaar	2015-02-19

Ratio's

Consensus K/W lopend jaar	9.40
Consensus K/W volgend jaar	8.43
Koers/boek lopend jaar	0.65
Dividendrendement	3.61%
Rendement belegd vermogen	3.15%
WPA-groei lopend jaar	68.12%

AEGON

Laatste update: Aug. 15, 2014

Aandelen Factsheet
ABN AMRO Equity Research

mogelijk gemaakt door de sterke kapitalisatie van dochterondernemingen. Wij denken dat het bedrijf met deze strategie op de goede weg is, maar volgens ons heeft de markt dit al volledig ingeprijsd.

Aegon heeft een sterke naam als levensverzekeraar in de VS, het VK en Nederland. De recente geschiedenis van het bedrijf werd dramatisch beïnvloed door de financiële crisis in 2009, toen Aegon gedwongen was de Nederlandse staat om financiële steun te vragen. Aegon kreeg EUR 3 miljard aan steun, waarmee een eind kwam aan de balansperikelen. De resultaten van Aegon herstelden zich in de loop van 2009 en 2010. In juni 2011 werd de laatste tranche van de staatssteun terugbetaald. Als gevolg daarvan zijn de restricties die aan het bedrijf waren opgelegd, opgeheven. Na de plaatsing van aandelen begin 2011, de verkoop van de Britse levensverzekerings- en pensioendochter Guardian en de verkoop van Transamerica Re, sloot Aegon het jaar af als een goed gekapitaliseerd bedrijf. Aegon kon zich weer richten op groei en stelde zich de volgende doelen voor 2015: een groei van de winst vóór belasting met 7-10% per jaar van 2010 tot 2015, een rendement op eigen vermogen van 10-12%, een stijging van de vrije kasstroom van EUR 1,3-1,6 miljard en een verdubbeling van de provisiegerelateerde baten tot 30-35% van de onderliggende winst in 2015. Hieruit blijkt dat Aegon de focus steeds meer legt op het genereren van kasmiddelen en minder op volume groei. Het bedrijf wil zijn nauwelijks kapitaal vergende, op vergoedingen gebaseerde activiteiten uitbreiden en minder de nadruk leggen op kapitaalintensieve producten. De verschuiving naar meer aan vergoedingen ontleende winst zou volgens ons moeten leiden tot het genereren van meer kapitaal. Wij verwachten dat Aegon in 2016 een netto kasstroom van EUR 1,1 miljard zal genereren, ofwel ca. 7% van de huidige marktkapitalisatie. De focus op liquiditeit zal leiden tot een vrije kasstroom van ca. EUR 2,9 miljard in de periode 2014-2016. Omdat Aegon sterk gekapitaliseerd is, zien wij ruimte voor dividendverhogingen. Het onderliggende winstprofiel is solide: Aegon ontleent ca. 90% van de onderliggende winst, gecorrigeerd voor concernkosten, aan ontwikkelde en competitieve markten in de Verenigde Staten, het Verenigd Koninkrijk en Nederland. Het bedrijf wil zijn onderliggende winst laten groeien door de focus te leggen op verhoging van de op vergoedingen gebaseerde winst in de Verenigde Staten, het Nederlandse verzekeringsbedrijf en nieuwe markten. Verder worden de Britse activiteiten geherstructureerd om het winstprofiel hier te verbeteren. De groei zal echter getemperd worden omdat de markten waarin Aegon actief is, verzadigd en competitief zijn. Onze raming van de onderliggende winst ligt onder de doelstelling van het bedrijf. Hoewel Aegon zijn kapitaalstructuur na 2008 aanzienlijk heeft versterkt, moet de schuldpositie in 2014 en 2015 nog verder worden afgebouwd.

Sterke punten

In het verzekeringsbedrijf trekken de vraag en de winstgevendheid over het geheel genomen aan, zij het sterker in schade- dan in levensverzekering.

Transamerica is een gereputeerd merk en in de VS een toonaangevend aanbieder van levensverzekeringen en annuïteitsproducten. Hoewel de

AEGON

Laatste update: Aug. 15, 2014

Aandelen Factsheet
ABN AMRO Equity Research

concurrentie fel is, slaagt het bedrijf erin een gestage, zij het zeer trage omzetgroei te realiseren.

De balans is hersteld en de positie in risicovolle obligaties uit de Europese perifere landen is afgebouwd; dat geldt zowel voor Aegon als de rest van de sector.

Steeds meer bedrijven zetten hun pensioenvoorziening om in een vastgestelde-bijdrageregeling. Dat kan verzekeringsmaatschappijen extra omzet opleveren.

Zwakke punten

Aan het vermogen om via overnames te groeien en/of kapitaal terug te sluisen naar aandeelhouders wordt afbreuk gedaan door de hogere kapitaaleisen (met name Solvency II). Deze regelgeving is nog niet van kracht en wordt misschien weer uitgesteld of afgezwakt, maar een eventuele achtergang in de verzekeringssector zal waarschijnlijk tot weer nieuwe regelgeving leiden.

Het aandeel is weliswaar niet aan de dure kant, maar de groeivoorzichten voor Aegon zijn mager en er zijn nog steeds risico's, vooral gezien de verwachte lage rente.

Levensverzekerings- en annuïteitsproducten zijn voor het merendeel standaardproducten geworden. In de distributie lijkt Aegon niet te beschikken over een substantieel kostenvoordeel ten opzichte van concurrenten.

Zwakke Punten en Risico's

De winstgevendheid van Aegon wordt momenteel enigszins gedrukt door de nog steeds lage beleggingsopbrengsten. Voorts zou Aegon wel eens meer kunnen afschrijven op uitgestelde acquisitiekosten dan wij nu verwachten. Ook de gewraakte verkoop van beleggingspolissen in Nederland hangt als het zwaard van Damocles boven het aandeel Aegon. Uit dien hoofde voorzien wij voor 2014 een last vóór belasting van EUR 150 miljoen. Tot slot krijgt Aegon wellicht te maken met nog hogere claims omdat het voor sommige van zijn beleggingsproducten (o.a. Koersplan) teveel kosten in rekening heeft gebracht.

Waardering, groei & winstgevendheid

De solvabiliteitsratio van Aegon is solide gebleven en bedroeg 212%. Wij vinden het aandeel reëel gewaardeerd. Het wordt momenteel verhandeld tegen een koers/winst-verhouding van 9,2x de voor 2014 geraamde winst tegen 9,7x voor de verzekeringsbranche en een dividendrendement van ca. 3,8% op basis van de voor 2014 geraamde winst tegen 4,6% voor de verzekeringsbranche. Wij schatten dat het aandeel een premie doet van 23% ten opzichte van de historische bandbreedte van de koers/winst-verhouding. De koersperformance van Aegon was in het verleden beter dan die van sectorgenoten, maar dit plaatje is sinds begin dit jaar gewijzigd.

AEGON

Laatste update: Aug. 15, 2014

Aandelen Factsheet
ABN AMRO Equity Research

Disclaimer

Copyright 2014 ABN AMRO Bank N.V. en verbonden maatschappijen ("ABN AMRO"), Gustav Mahlerlaan 10, 1082 PP Amsterdam / Postbus 283, 1000 EA Amsterdam, Nederland. Alle rechten voorbehouden. Dit materiaal is opgesteld door het Investment Advisory Centre (IAC) van ABN AMRO. Dit materiaal wordt uitsluitend ter informatie beschikbaar gesteld en vormt geen aanbod tot het verkopen of uitnodiging tot het kopen van effecten of andere financiële instrumenten. Hoewel dit materiaal is gebaseerd op informatie die betrouwbaar wordt geacht, wordt geen garantie gegeven aangaande de juistheid of volledigheid hiervan. Hoewel wij ernaar streven de hierin opgenomen informatie en opinies naar redelijkheid te actualiseren, kan dit door regelgeving, compliancevoorschriften of andere oorzaken niet mogelijk zijn. De in dit materiaal opgenomen opinies, prognoses, aannames, schattingen, afgeleide waarden en koersdoel(en) gelden per de aangegeven datum en zijn te allen tijde onderhevig aan wijziging, zonder voorafgaande kennisgeving. De beleggingen waarnaar in dit materiaal wordt verwezen, zijn mogelijk niet geschikt voor de specifieke beleggingsdoelstellingen, financiële positie, kennis, ervaring of individuele behoeften van de verkrijgers van dit materiaal en de informatie in dit materiaal dient niet te worden gebruikt in plaats van een onafhankelijk oordeel. ABN AMRO of haar functionarissen, directeuren, employee benefit programma's of medewerkers, waaronder tevens begrepen personen die zijn betrokken bij het opstellen of de uitgifte van dit materiaal, kunnen van tijd tot tijd een long- of short-positie aanhouden in effecten, warrants, futures, opties, derivaten of andere financiële instrumenten waarnaar in dit materiaal wordt verwezen. ABN AMRO kan te allen tijde investment banking-, commercial banking-, krediet-, advies- en andere diensten aanbieden en verlenen aan de emittent van effecten waarnaar in dit materiaal wordt verwezen. Uit hoofde van het aanbieden en verlenen van dergelijke diensten kan ABN AMRO in het bezit komen van informatie die niet is opgenomen in dit materiaal en kan ABN AMRO voorafgaand aan of direct na de publicatie hiervan hebben gehandeld op basis van dergelijke informatie. ABN AMRO kan in het afgelopen jaar zijn opgetreden als lead-manager of co-lead-manager voor een openbare emissie van effecten van emittenten die worden genoemd in dit materiaal. De vermelde koersen van in dit materiaal genoemde effecten gelden per de aangegeven datum en vormen geen garantie dat tegen deze koers transacties kunnen worden uitgevoerd. Noch ABN AMRO noch andere personen kunnen aansprakelijk worden gehouden voor directe, indirecte, speciale of incidentele schade, gevolgschade of punitieve of exemplarische schade, met inbegrip van gederfde winst die op enigerlei wijze het gevolg is van de in dit materiaal opgenomen informatie. Dit materiaal is uitsluitend bedoeld voor gebruik door de beoogde verkrijgers hiervan en de inhoud mag noch geheel noch gedeeltelijk voor enig doel worden vermenigvuldigd, opnieuw worden verspreid of worden gekopieerd zonder de uitdrukkelijke voorafgaande toestemming van ABN AMRO. Dit document is uitsluitend bestemd voor verspreiding onder particuliere klanten in een PC-land. In rechtsgebieden waar voor de verspreiding aan particuliere klanten een registratie of vergunning is vereist die de distributeur momenteel niet bezit, mag dit document niet worden verspreid. Met materiaal bedoelen wij alle researchinformatie in welke vorm dan ook, waaronder begrepen, maar niet beperkt tot, gedrukte of elektronische documenten, presentaties, e-mail, SMS of WAP.

US Person Disclaimer Beleggen

ABN AMRO is niet geregistreerd als broker-dealer en investment adviser zoals bedoeld in respectievelijk de Amerikaanse Securities Exchange Act van 1934 en de Amerikaanse Investment Advisers Act van 1940, zoals van tijd tot tijd gewijzigd, noch in de zin van andere toepasselijke wet- en regelgeving van de afzonderlijke staten van de Verenigde Staten van Amerika. Tenzij zich op grond van de hiervoor genoemde wetten een uitzondering voordoet, is de effectendienstverlening van ABN AMRO inclusief (maar niet beperkt tot) de hierin omschreven producten en diensten, alsmede de advisering daaromtrent niet bestemd voor Amerikaanse ingezetenen ["US Persons" in de zin van vorenbedoelde wet- en regelgeving]. Dit document of kopieën daarvan mogen niet worden verzonden of meegebracht naar de Verenigde Staten van Amerika of worden verstrekt aan Amerikaanse ingezetenen.

Overige rechtsgebieden

Onverminderd het voorgaande is het niet de intentie de in dit document beschreven diensten en/of producten te verkopen of te distribueren of aan te bieden aan personen in landen waar dat ABN AMRO op grond van enig wettelijk voorschrift niet is toegestaan. Een ieder die beschikt over dit document of kopieën daarvan dient zelf na te gaan of er wettelijke beperkingen bestaan tegen de openbaarmaking en verspreiding van dit document en/of het afnemen van de in dit document beschreven diensten en/of producten en zodanige beperkingen in acht te nemen. ABN AMRO is niet aansprakelijk voor schade als gevolg van diensten en/of producten die in strijd met de hiervoor bedoelde beperkingen zijn afgenomen.

Disclaimer inzake duurzaamheidsindicator

ABN AMRO Bank N.V. ("ABN AMRO") en Triodos MeesPierson Sustainable Investment Management B.V. ("TMP") hebben alle redelijkerwijs vereiste zorgvuldigheid betracht om te waarborgen dat de indicatoren betrouwbaar zijn. De informatie is echter niet door een accountant gecontroleerd en is aan wijziging onderhevig. De indicatoren zijn deels gebaseerd op informatie die afkomstig is van externe onderzoeksbureaus waarover TMP geen controle heeft. ABN AMRO noch TMP is aansprakelijk voor enige schade die een gevolg is van het (directe of indirecte) gebruik van de indicatoren. De indicatoren op zich zijn niet bedoeld als een aanbeveling met betrekking tot individuele bedrijven, en evenmin als een aanbod tot het kopen of verkopen van beleggingen. Hierbij dient te worden aangetekend dat de indicatoren een opinie op een bepaald moment weergeven, waarbij een aantal verschillende duurzaamheidsaspecten in aanmerking is genomen. De duurzaamheidsindicator geeft slechts een indicatie van de duurzaamheid van een bedrijf binnen zijn sector. De duurzaamheidsindicator weerspiegelt niet noodzakelijkerwijs de opinie die TMP hanteert binnen haar vermogensbeheeractiviteiten.

Personal disclosure

De informatie in deze opinie is niet bedoeld als individueel beleggingsadvies of als aanbeveling om in bepaalde beleggingsproducten te beleggen. De opinie is gebaseerd op beleggingsonderzoek door ABN AMRO IAC. De analist heeft geen persoonlijk belang bij dit bedrijf. Zijn vergoeding voor de verrichte werkzaamheden is en was noch direct noch indirect gerelateerd aan de specifieke aanbevelingen of standpunten zoals weergegeven in deze opinie en zal dat ook niet worden.