



Aberfeld
international

INHOUD



U en uw vermogen staan centraal bij Aberfeld International 1

De economie is op stoom, de rentecurve daalt weer langzaam en de vooruitzichten voor beleggen in aandelen, een van de weinige alternatieven om uw vermogen te laten renderen, is dus aantrekkelijk. Er is weliswaar geen sprake van snelle steile koersstijgingen maar de aandelenmarkten bewegen zich vriendelijk en nog steeds opwaarts...



Nederlandse verzekeraars bieden goede beleggingskansen 2

De verzekeringssector is met drie ondernemingen goed vertegenwoordigd in de AEX. Een daarvan, Aegon, is een oude bekende. De twee andere, NN Group en ASR Nederland, zijn in 2014 en 2016 op de beurs geïntroduceerd nadat ze in de nasleep van de financiële crisis van 2008 werden afgesplitst van hun toenmalige moederbedrijven...



Op de beurzen blijft het zomer 7

Eindelijk hebben we een beetje het zomergevoel te pakken. Het koude voorjaar heeft plaatsgemaakt voor een mooie zomer. Ook op de beurzen blijft het zomer. In de nieuwsbrief van mei schreef ik al dat wij bij Aberfeld International dit jaar niet anticiperen op het "sell in may" effect maar dat ons beleggingsteam een mooie zomer voorziet....

Beleggen kent risico's. Uw inleg kan minder waard worden.

Indien u gebruik maakt van artikelen en opinies gepubliceerd door (medewerkers van) Aberfeld Vermogensbeheer in deze publicatie of elders dan gaat u akkoord met het feit dat u gebonden bent door de in onze disclaimer (aberfeld.nl/disclaimer) omschreven voorwaarden.

U en uw vermogen staan centraal bij Aberfeld International.

De economie is op stoom, de rentecurve daalt weer langzaam en de vooruitzichten voor beleggen in aandelen, een van de weinige alternatieven om uw vermogen te laten renderen, is dus aantrekkelijk. Er is weliswaar geen sprake van snelle steile koersstijgingen maar de aandelenmarkten bewegen zich vriendelijk en nog steeds opwaarts. Ondanks de waarschuwingen dat aandelen historisch hoog staan blijven beleggers steeds meer geld naar de beurs brengen, met name particuliere beleggers. Uiteraard vanwege de boetes die men krijgt van de bank voor geld op de spaarrekening, wat het vermogen uitholt en dus dividend een beter alternatief lijkt. Onderzoeksbureau CFRA berekende dat in de Verenigde Staten 305 miljard dollar aan nieuw geld naar beurs vloeide, een toename van 20% ten opzichte van 2020.

Beleggen was in de eerste helft van het jaar relatief eenvoudig door stijgende beurskoersen veroorzaakt door het economisch herstel. De grote uitdaging komt in de tweede helft van het jaar wanneer de volatiliteit kan gaan oplopen als gevolg van onder meer een stijgende inflatie en hoge verwachtingen van de bedrijfsresultaten.

In de aanloop naar verkrapping van het monetaire beleid van de centrale banken en de Federal Reserve verwachten we dat de eerste echte rente stappen dit jaar nog niet komen en zelfs in 2022 kan het maar zo zijn dat de centrale banken tegen beter weten in de rente laag houden.

De zonnige stierenmarkt kan niet eeuwig aanhouden, af en toe zullen beleggers verrast worden door een korte hevige beweging op de beurs. Het beleid van de overheden door koste wat het kost de rente laag te houden en stuwmeren geld in de economie

te laten stromen zorgt enerzijds voor minder vrees bij beleggers voor een fatale crash, maar aan de andere kant zorgt het juist voor minder stabiliteit omdat het toch een vorm van manipulatie van de markt is. Het grotere gevoel van veiligheid zal bijdragen aan risicovoller gedrag. Worden markten hierdoor nog complexer? Misschien, maar op basis van de historie kan ik u zeggen dat bij een correctie het herstel zich daarna weer zal aandienen, alleen de ene keer wat sneller dan de andere. Wat duidelijk moge zijn is dat beleggers hun portefeuille moeten gaan beschermen tegen een oplopende volatiliteit.

De essentie van het beleggen van uw vermogen bij Aberfeld wordt mede bepaald door de middellange termijn. Wij kijken verder dan de koers van vandaag. Met gezond verstand en scherpe visies worden onze goed gespreide portefeuilles dagelijks in de gaten gehouden en beoordelen we keer op keer het rendement. De beleggingen die we doen worden bepaald door fundamenteel onderbouwde argumenten. Wij zijn open en transparant met het verstrekken van deze informatie, het persoonlijke profiel en de wensen van onze klanten staan hierbij centraal.

Als u hierover meer wilt weten dan geef ik u graag inzicht in hoe wij dat als gedegen vermogensbeheerder doen. Belt u mij maar voor een persoonlijk gesprek. U bent van harte welkom en de koffie staat klaar.

Janette Buitenkamp
Directeur Marketing



Nederlandse verzekeraars bieden goede beleggingskansen

De verzekeringssector is met drie ondernemingen goed vertegenwoordigd in de AEX. Een daarvan, Aegon, is een oude bekende. De twee andere, NN Group en ASR Nederland, zijn in 2014 en 2016 op de beurs geïntroduceerd nadat ze in de nasleep van de financiële crisis van 2008 werden afgesplitst van hun toenmalige moederbedrijven, respectievelijk ING en Fortis. NN Group werd meteen na de afsplitsing naar de beurs gebracht en bij ASR gebeurde dat in de vorm van privatisering nadat de aandelen een aantal jaren in overheidshanden waren geweest. Beide bedrijven hebben zich sinds de beursintroductie positief ontwikkeld.

Voor alle drie de verzekeraars geldt dat ze in 2020 relatief weinig problemen van de coronacrisis hebben ondervonden. In sommige sectoren bleven de inkomsten weliswaar achter, maar dit kon vaak geheel of gedeeltelijk worden gecompenseerd door een lagere schadelast. Dat laatste was onder meer het geval bij autoschades, die aanzienlijk lager waren als gevolg van de lagere mobiliteit. De beperkte schade door corona was ook terug te vinden in de koersen: na de uitbraak begin 2020 volgde er, zoals overigens bij vrijwel alle beursfondsen, een sterke koersdaling, die echter snel weer werd goedge maakt. De koersen van Aegon en ASR liggen nu ongeveer op het niveau van voor het uitbreken van de crisis en die van NN Group ligt er duidelijk boven.

De resultaten van (vooral levens)verzekeraars, en daarmee de koersen, worden traditioneel voor een deel bepaald door de rentestand: een hogere rente betekent dat de contante waarde van de (pensioen) verplichtingen lager wordt, en omgekeerd. Eind mei en begin juni daalden de koersen van de verzekeraars dan ook relatief sterk toen de kapitaalmarktrente na maanden van gestage stijging weer begon te dalen. Dit staat echter in contrast met een studie van

analisten van Berenberg, die concludeerden dat de Nederlandse verzekeraars het risico-effect op hun langlopende verplichtingen grotendeels hebben afgedekt, waardoor het effect van rentebewegingen op de resultaten beperkt zou zijn.

Het productassortiment van de drie verzekeraars loopt niet veel uiteen, zij het dat er wel verschillen in accenten zijn. Qua internationalisatie zijn er wel verschillen: Aegon is de meest internationale verzekeraar, terwijl ASR vrijwel uitsluitend in Nederland actief is.

Rond Nederlandse verzekeraars heeft lang onzekerheid geheerst over de zogenaamde woekerpolissen: beleggingspolissen waarop onevenredig hoge kosten in rekening werden gebracht. Er zijn inmiddels tal van schikkingen en rechterlijke uitspraken geweest en het probleem lijkt nu wat meer naar de achtergrond te zijn gedrongen. Er lopen nog diverse zaken, maar de risico's op hoge schadevergoedingen lijken momenteel inmiddels beheersbaar te zijn.

We laten de belangrijkste recente ontwikkelingen bij Aegon, ASR en NN de revue passeren.





Aegon

Onder leiding van de vorig jaar aangetreden CEO Lard Friese werkt Aegon aan een transformatie die onder meer tot doel heeft de strategische focus verder aan te scherpen en het risicoprofiel te verbeteren. In het eerste kwartaal leidde dit onder meer tot de verkoop van het Transamerica Venture fonds en de afronding van de verkoop van de Britse ongevallenzekerer Stonebridge. Tot nu toe werden de relevante kosten met €136 miljoen verlaagd en de onderneming ligt op schema om eind dit jaar de helft van de per eind 2023 beoogde kostenbesparing van €400 miljoen te hebben bereikt. Verwacht wordt dat in juni een brede strategische heroriëntatie bekend zal worden gemaakt.

Het operationele resultaat steeg in het eerste kwartaal met 20% tot €431 miljoen. Dit was deels te danken aan kostenbesparingen en deels aan hogere aandelenkoersen, waar hogere claims in de Verenigde Staten, vooral als gevolg van corona, tegenoverstonden. De winst kwam uit op €386 miljoen.

Het liquide kapitaal in de holding kwam aan het eind van het eerste kwartaal uit op €1,2 miljard, in de bovenste helft van de gewenste bandbreedte, en de vrije kasstroom steeg van €61 miljoen tot €75 miljoen. Het renterisico in de Verenigde Staten is significant verminderd. Het eigen vermogen steeg met €1,2 miljard tot €16,7 miljard (€8,03 per aandeel). De solvabiliteit van Aegon daalde met 2 procentpunten tot 194%.

Tot de aanpassingen behoort onder andere de verkoop van de activiteiten in de kleinere markten, zodat het accent kan worden gelegd op de traditionele markten Nederland, de Verenigde Staten en het Verenigd Koninkrijk, alsmede op groeiemarkten zoals China. In dat kader bereikte Aegon in november vorig jaar overeenstemming over de verkoop van de acti-

viteiten in Oost-Europa (Hongarije, Polen, Roemenië en Turkije) aan de Oostenrijkse verzekeraar VIG voor €830 miljoen. Eerder dit jaar bleek dat er in Hongarije bezwaren waren gerezen tegen deze transactie, waardoor de afwikkeling onzeker is geworden. Vermoed wordt dat de Hongaarse regering druk op Aegon gaat uitoefenen om de Hongaarse activiteiten aan een Hongaarse partij te verkopen tegen een prijs die onder de marktwaarde ligt.

Het meest recente nieuws rond Aegon was dat de onderneming met enkele claimorganisaties een akkoord had bereikt over schadeloosstellingen inzake aandelenleases. Dat waren enkele jaren geleden populaire constructies, maar uiteindelijk bleven veel beleggers met stevige verliezen zitten. Aegon heeft nu besloten tot compensatie, waarbij de betreffende klanten minimaal €500 uitgekeerd krijgen. Het is onduidelijk hoeveel dat Aegon gaat kosten.

De kwartaalcijfers vielen de markt duidelijk mee en na de publicatie liep de koers flink op. De dagen daarna ging de koerswinst echter weer geheel verloren.

NN Group

NN Group (Nationale-Nederlanden) bestaat uit een deel van de verzekeringsactiviteiten van de ING. Deze onderneming was gedwongen zich op te splitsen nadat zij tijdens de financiële crisis van 2008/2009 in zwaar weer terecht was gekomen. NN is voornamelijk werkzaam in Nederland, een aantal andere Europese landen en Japan. De aandelen werden in 2014 in Amsterdam naar de beurs gebracht. De onderneming heeft 15.000 medewerkers en is actief op het gebied van pensioenen, verzekeringen, bankdiensten en vermogensbeheer, en bedient daarmee ongeveer 18 miljoen klanten.

Eind april kondigde NN een onderzoek aan naar de strategische mogelijkheden voor de activiteiten op het gebied van vermogensbeheer, NN Investment Partners (NN IP). Alle opties zullen worden onderzocht, zoals een fusie, samenwerking of een gehele of gedeeltelijke verkoop. Het onderzoek maakt deel uit van een regelmatige beoordeling die alle afzonderlijke bedrijfsonderdelen ondergaan in het kader van waardecreatie op lange termijn.

NN IP beheert in totaal voor ongeveer €300 miljard aan beleggingen, waarvan ongeveer 70% bestaat uit belegde polisgelden van NN. De huidige beoordeling heeft tot doel te bekijken of er een breder platform kan worden gevormd om de groei van NN IP te versnellen. Daarbij zal vooral aandacht worden besteed aan de wijze waarop NN IP ook in de toekomst op de beste wijze diensten kan verlenen aan de verzekeringsactiviteiten van NN en de andere afnemers van beheersdiensten. De stap past in een bredere beweging in Nederland waarbij vermogensbeheerders worden losgemaakt van hun oorspronkelijke

eigenaren en samengaan met andere, soortgelijke partijen om zodoende tot schaalvergroting te komen. Deze trend wordt onder meer veroorzaakt door de lage rente, die dwingt op zoek te gaan naar alternatieve, minder liquide beleggingen, en door scherpere wet- en regelgeving, inclusief hogere solvabiliteits-eisen. Volgens onbevestigde berichten hebben zich al diverse geïnteresseerde buitenlandse partijen gemeld. Bronnen denken dat er met een transactie een bedrag van €1,5 miljard kan zijn gemoeid.

NN publiceert geen kwartaalberichten en daarom is er momenteel nog weinig bekend over de gang van zaken in 2021. Wel werd in februari een programma voor de inkoop van eigen aandelen aangekondigd ter waarde van €250 miljoen, wat een indicatie is voor de sterke vermogenspositie van de onderneming. De operatie zal in twaalf maanden worden afgerond en zal een effect op de solvabiliteit hebben van ongeveer 3 procentpunten. Eind 2020 bedroeg de Solvency II ratio 210%. Op 12 augustus worden de halfjaarcijfers gepubliceerd.





ASR Nederland

ASR Nederland omvat de Nederlandse verzekeringsactiviteiten van het voormalige Fortis-concern, dat in 2008 ten onder ging als gevolg van de financiële crisis en de te dure overname van een deel van ABN AMRO in 2007. ASR werd genationaliseerd en is sinds 2016 weer beursgenoteerd. In 2017 verkocht de Nederlandse staat de laatste aandelen, waarmee het privatiseringsproces was voltooid. De onderneming is als financiële dienstverlener onder meer actief op het gebied van levens- en schadeverzekering, zorgverzekering, pensioenen, vermogensbeheer en hypotheekverstrekking. Dat gebeurt onder meer onder de merken a.s.r., Ditzo, Europeesche Verzekeringen en Ardenta.

Hoewel ASR na de nationalisering van Fortis en de beursintroductie in 2016 met een schone lei lijkt te zijn begonnen, wordt de onderneming nog wel bezocht door spoken uit het verleden. Eerder dit jaar leed de onderneming een nederlaag bij de Hoge Raad in een zaak die door een voormalige eigenaar van een assurantiëkantoor was aangespannen. Deze meende dat ASR hem in 2003 onder valse voorwendselen zijn bedrijf had ontfutseld voor een veel te laag bedrag (€1). Aanvankelijk hadden lagere rechters ASR in het gelijk gesteld met als argument dat de zaak was verjaard, maar de Hoge Raad meende dat dit niet terecht was. De zaak moet nu door het gerechtshof in Den Bosch opnieuw worden behandeld. De schade lijkt in dit geval overigens te overzien, want er wordt een bedrag van €10 miljoen aan schadevergoeding geëist. Daar komen in het ergste geval nog rente en kosten bij, maar ook dan valt het te betalen bedrag in het niet bij de winst van €657 miljoen die ASR in 2020 heeft behaald.

Evenals collega NN heeft ASR in de eerste helft van dit jaar een programma voor de inkoop van eigen aandelen uitgevoerd. Het ging in totaal om €75 miljoen en het programma werd in mei voltooid.

Er is weinig bekend over de gang van zaken in 2021 tot nu toe, omdat ASR net als NN Group geen kwartaalberichten publiceert. Bij de publicatie van de cijfers eerder dit jaar is er weinig over de toekomst gezegd. Wel werd opgemerkt dat de effecten van de coronacrisis op lange termijn nog onzeker waren, en dat ASR groeikansen ziet bij het opheffen van het tekort aan betaalbare huurhuizen. Van belang is hoe het midden- en kleinbedrijf, een belangrijke doelgroep van ASR, zal reageren op de afbouw van de coronasteunmaatregelen in de komende maanden. Het halfjaarbericht wordt op 25 augustus gepubliceerd.

Conclusie over de verzekeringssector

Alle drie de grote Nederlandse verzekeraars zijn tot nog toe goed door de coronacrisis heen gekomen. Zij behalen goede resultaten, beschikken over een gezonde solvabiliteit en hebben daarmee een stevig weerstandsvermogen. Er worden mooie dividenden betaald en dankzij de stevige solvabiliteit is er ook regelmatig de gelegenheid om eigen aandelen in te kopen.

Verzekeraars hebben de reputatie stabiele beleggingen te zijn. Er zijn vanwege de aard van de producten veelal relatief stabiele inkomsten over de langere termijn, terwijl in de schadesector grote risico's worden herverzekerd.

Aandelen van verzekeraars zijn populair bij analisten en NN en ASR krijgen dan ook van hen een koopadvies, terwijl Aegon op een houdadvies staat. Aberfeld legt de accenten iets anders, waarbij wij voor Aegon een koopadvies hanteren en voor NN een houdadvies. Wij denken dat de koers van NN sinds het dieptepunt aan het begin van de corona-

crisis wel erg sterk is gestegen, als gevolg waarvan de koers-winstverhouding nu ongeveer 50% hoger ligt dan bij Aegon en ASR. Bij Aegon is het dividendrendement nog mager, maar dat hangt vooral samen met een relatief lage pay-out. Als de resultaten en de solvabiliteit zich de komende jaren gunstig ontwikkelen, wat ook de verwachting van de meeste analisten is, dan kan het rendement de komende jaren flink stijgen. Een andere overweging is dat wij vertrouwen hebben in de van NN afkomstige, nieuwe CEO van Aegon, die naar verwachting de komende tijd voor een grondige strategische transformatie zal zorgen.

	Solvency II ultimo 2020	Verwachte winst p.a. 2021	Verwacht dividend 2021	Koers	Koers/winst*	Dividendrendement*	Koers/boekwaarde**	Gemiddeld koersdoel	Gemiddeld advies van analisten
Aegon	196%	0,70	0,14	3,80	6,5	3,70%	0,33	3,80	Houden
ASR Nederland	199%	4,93	2,16	33,65	6,9	6,35%	0,8	39,60	Kopen
NN Group	210%	4,46	2,46	40,65	9,3	5,95%	0,35	43,20	Kopen

* op basis van de analistenschattingen voor 2021

** op basis van de stand per ultimo 2020



Op de beurzen blijft het zomer

Eindelijk hebben we een beetje het zomergevoel te pakken. Het koude voorjaar heeft plaatsgemaakt voor een mooie zomer. Ook op de beurzen blijft het zomer. In de nieuwsbrief van mei schreef ik al dat wij bij Aberfeld International dit jaar niet anticiperen op het “sell in may” effect maar dat ons beleggingsteam een mooie zomer voorziet. Wij hebben de aandelenportefeuilles dan ook niet afgebouwd en blijven vol belegd.

Meer en meer lezen we over de stijgende inflatie en de daaropvolgende hogere rente. Janet Yellen, de Amerikaanse minister van financiën, liet onlangs vallen dat ze een hogere rente in de VS “gezond” zou vinden. Die opmerking is niet zo verwonderlijk als men kijkt naar de laatste inflatiecijfers. De inflatie in de VS steeg de afgelopen maand tot boven de 5%. Dit is flink boven het gewenste inflatieniveau van 2%. Ondanks dat de inflatie boven het gewenste niveau is grijpt de FED nog niet in en zien we de Amerikaanse 10 jaar rente zelfs weer dalen naar het laagste punt sinds maart dit jaar.

Naast de feitelijke cijfers verschijnen natuurlijk de commentaren van de economen in de media. Daarbij worden verschillende meningen over het verloop van de inflatie en rente naar de toekomst geuit. Deze commentaren gaan van een scenario van hyperinflatie tot een niets aan de hand situatie waarbij de inflatie snel weer zal gaan dalen als de wereld weer in beweging is.

Het beleggingsteam van Aberfeld International houdt het hoofd koel. De inflatie zal inderdaad wel aantrekken maar dat kan volgens ons tijdelijk zijn, wij houden de vinger aan de pols. De vraag is of de rente daarop ook zal stijgen. In onze scenario's gaat de rente niet omhoog. Wij kijken daarbij naar de feiten en gaan niet uit van een voorgaande periode waarin de inflatie steeg. De geschiedenis is sowieso een slechte indicator voor de toekomst en het beleggingsbeleid van Aberfeld International is gebaseerd op de analyse van actuele fundamentele factoren.

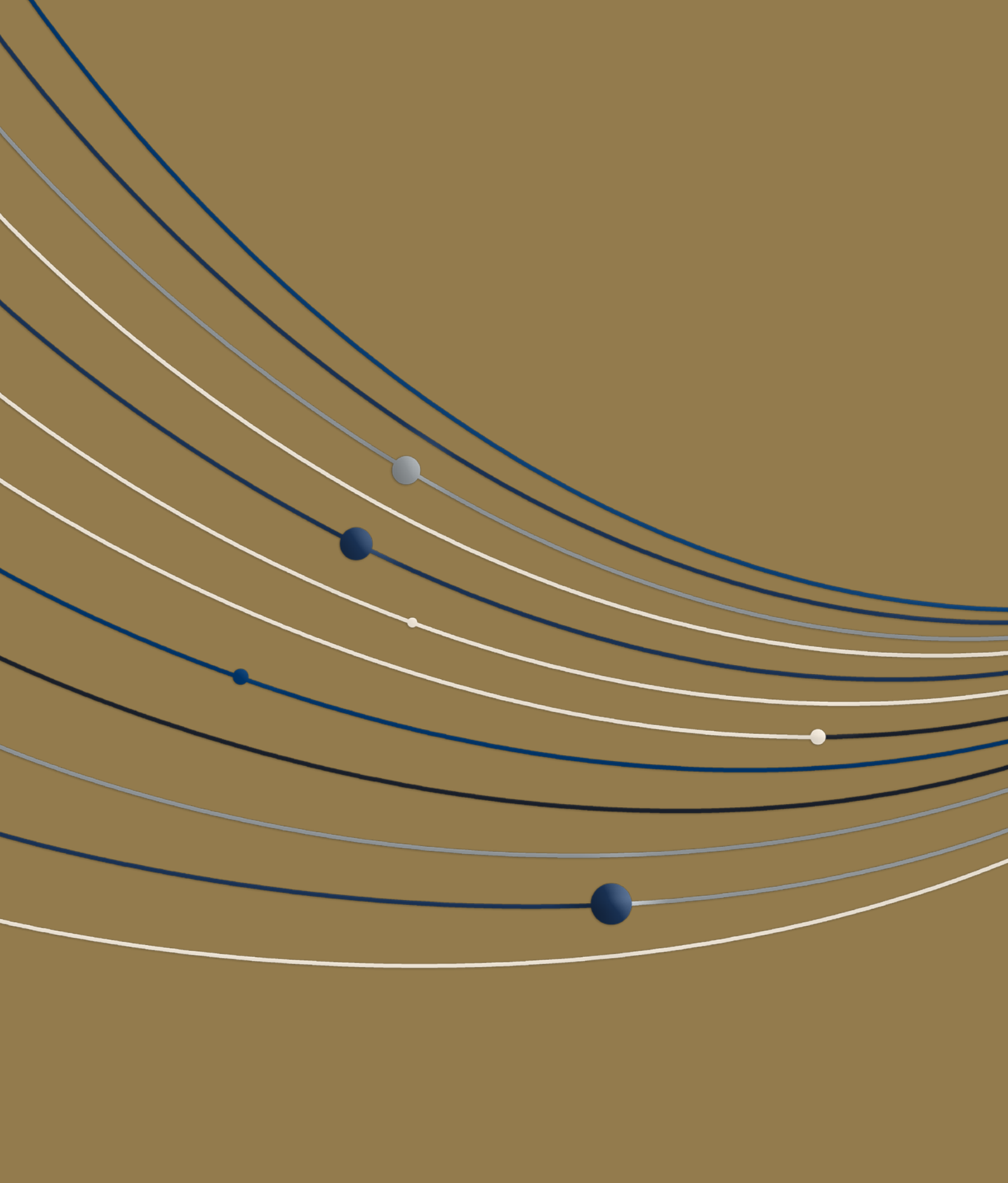
De fundamentele factoren die wij op dit moment als belangrijk ervaren zijn een groeiende winstgevendheid van bedrijven, een enorme innovatieve kracht in de economie en natuurlijk de ongewoon hoge hoeveelheid spaargeld in de wereld. Dit spaargeld wordt hard geraakt als de inflatie stijgt en veel spaarders zullen overwegen om hun tegoeden te gaan beleggen in onder meer aandelen en andere beleg-

gingen. We zien daarbij een structurele toename van de vraag naar edele metalen zoals goud en zilver. De vraag naar aandelen van goede ondernemingen met een goed dividendrendement blijft sterk en Aberfeld is meester om deze voor u te analyseren.

De komende jaren zal het geld dat naar de aandelenmarkten stroomt nog steeds aanzienlijk zijn. Aandelen van goede ondernemingen zijn schaars als men de totale waarde zet tegenover de hoeveelheid beschikbaar geld. Volgens het beleggingsteam van Aberfeld International blijft het beleggen in aandelen aantrekkelijk. Het is natuurlijk zaak om goed te spreiden en de juiste bedrijven te selecteren. Aberfeld International is een gespecialiseerde vermogensbeheerder waar u en uw vermogen in goede handen zijn. Persoonlijke aandacht hebben wij hoog in het vaandel. Zoekt u een vermogensbeheerder, of wilt u gewoon uw huidige beleggingen tegen het licht houden, of een goede second opinion ontvangen? Bel of mail ons dan voor het maken van een afspraak waarin wij u geheel vrijblijvend uitleggen hoe wij werken en hoe wij aandelenportefeuilles inrichten om u als vermogensbeheerder te kunnen dienen.

André van Eerden
CEO Aberfeld International





Aberfeld Asset Management B.V.
Wilhelminapark 17-G
2012 KB Haarlem

T: +31 203 050 540
E: info@aberfeld.nl
W: www.aberfeld.nl