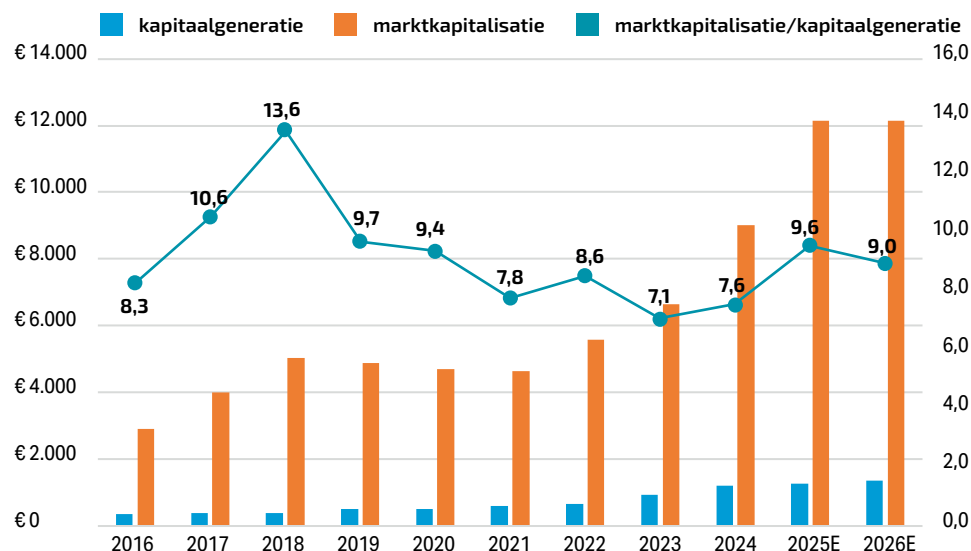


AEGON MOET EEN TANDJE BIJZETTEN

- Ook Aegon lijkt herontdekt door beleggers. De inmiddels vanuit Bermuda opererende verzekeraar paait beleggers met een groeiend dividend en aandeleninkoop. Het aandeel van het bedrijf dat bij de halfjaarcijfers meldde mogelijk naar Amerika te verhuizen, noteert op het hoogste punt in tien jaar.
- Aegon is wezenlijk anders dan NN en ASR. Want in tegenstelling tot dit duo, steunen de uitkeringen bij Aegon mede op de verkoop van bedrijfsonderdelen. Vooral door de miljardendeal met ASR van alweer drie jaar geleden kon Aegon beschikken over flink wat contanten.
- Aegon-topman Lard Friese verkocht toen alle Nederlandse verzekeringsactiviteiten aan de Utrechtse verzekeraar. Behalve cash kreeg Aegon een deel van de koopsom in aandelen ASR, goed voor een aandelenbelang van 30 procent. Even daarvoor gingen de activiteiten in Centraal- en Oost-Europa al de deur uit.
- De afgelopen vier jaar kocht Aegon al voor bijna 3 miljard euro aan eigen aandelen in. Bij een beurswaarde van circa 11 miljard euro is het bedrijf zo flink op weg om zichzelf 'op te eten'. Daar stopt het niet. Aegon wil voor nog zeker honderden miljoenen euro's eigen aandelen inkopen. Een troefkaart is het belang in ASR. Friese wil die aandelen op termijn verkopen.
- Het pakket is zo'n 4 miljard euro waard, goed voor ruim een derde van Aegons totale beurswaarde. Maar inkomsten uit verkopen zijn niet bestendig. Het fundament van aandeelhoudersbeloningen moet zitten in de dagelijkse bedrijfsvoering. Aegon zal (rendabel) moeten groeien, vooral in Amerika. Daar zit de grootste twijfel: kan Aegon structureel meer verdienen in de VS, zodat de uitkeringen geen incident blijken te zijn?

DE BEURSWAARDE EN KAPITAALGENERATIE LOPEN BIJ ASR GROTENDEELS IN DE PAS



Bron: rapportages ASR en Bloomberg. Marktkapitalisatie en kapitaalgeneratie in miljoenen euro's (linker-as). Peildatum marktkapitalisatie: 2025E en 2026E 1 augustus 2025.

over dat kan worden uitgekeerd, vastgehouden of opnieuw geïnvesteerd. Het laat dus beter dan boekhoudkundige winst zien hoeveel financiële slagkracht ASR in harde euro's heeft.

Die groei kwam niet vanzelf. De overname van Aegon Nederland in 2023 – bijna 5 miljard euro, de grootste deal ooit in de Nederlandse verzekeringsmarkt – gaf ASR schaal en een sterk pensioenplatform. Dat zorgde voor hogere fees, lagere kosten per polis en honderden miljoenen extra kapitaal.

Ook zonder Aegon groeide ASR gestaag. Tussen 2016 en 2025 nam de OCC autonoom met gemiddeld 6 procent per jaar toe. Inclusief de deal liep dat op tot bijna 14 procent. Belangrijk detail: de overname is deels met aandelen betaald, waardoor een deel van de winststroom bij Aegon-aandeelhouders belandt (zie kader).

1 PAPIEREN WAARDE ≠ CASH

Ook bij NN groeide de kapitaalgeneratie stevig. Sinds 2019 rapporteert de verzekeraar een

operationele kapitaalgeneratie (OCG), die opliep van 1,3 miljard euro naar een verwachte 2 miljard euro nu – een stijging van zo'n 50 procent.

Toch bleef de koersontwikkeling achter bij die van ASR. De waardering, de verhouding tussen beurswaarde en kapitaalwinst, daalde. Dat komt doordat NN een andere definitie van kapitaalgeneratie hanteert.

Waar ASR's OCC sterk lijkt op vrije kasstroom (*free cash flow*, FCF) – het bedrag dat daadwerkelijk bij de holding binnenkomt en kan worden uitgekeerd – laat NN's maatstaf voor kapitaalaanwas eerder zien hoeveel economische waarde er op papier bij alle dochters is ontstaan. Die papieren winst was lang aanzienlijk hoger dan het bedrag aan cash dat voor uitkering beschikbaar was.

Dat gat tussen papier en contanten wordt kleiner. NN verwacht dat de conversie van OCG naar FCF oploopt van circa 73 procent in 2023 naar ruim 80 procent vanaf dit boekjaar. Cfo Annemiek van Melick belooft ruim 1,8 miljard euro vrije kasstroom in 2028,



HET GAT
TUSSEN
PAPIER EN
CONTANTEN
BIJ NN WORDT
KLEINER