

Ons advies voor inschrijving op plaatsing aandelen ASR

Verzekeraar ASR wordt volgende week op 10 juni in notering genomen op de Amsterdamse beurs. Wij hebben een positieve visie en adviseren om in te schrijven op deze plaatsing. De inschrijvingsperiode duurt tot 8 juni 17.30 uur.

Beleggingstip: AS

01 juni 2016

Koers	Range € 18-22	
Koersdoel	€ 24,00	20,0%
Uitstaande aandelen	150 Mln	
Marktkapitalisatie	€ 3 Mrd.	
Nettowinst (2015)	€ 601 Mln.	
ISIN	NL0011872643	

	WpA in €	K/W	DpA in €	DpA in %
2014	2,82	7,1	0,00	0%
2015	4,00	5,0	0,00	0%
2016^V	3,20	6,2	1,16	5,80%
2017^V	3,30	6,1	1,48	7,40%

	Status	Defensief	Gebalanceerd	Offensief
Advies	1-6-2016	Kopen	Kopen	Kopen
Modelportefeuille		Nee	Nee	Nee

Algemeen

ASR heeft de vierde plaats in de Nederlandse verzekeringswereld. De verzekeringstak haalt 54% van de omzet uit schadeverzekeringen en de rest uit levensverzekeringen. De staat brengt 52,2 miljoen aandelen plus mogelijk 7,8 miljoen extra aandelen naar de beurs. Dat zou maximaal 40% van het totale aantal aandelen zijn. De indicatieve bandbreedte voor de inschrijving is € 18 - € 20 per aandeel.

Huidige ontwikkelingen

De premie-inkomsten nemen toe, terwijl de kostentrend jaar op jaar een dalend verloop laat zien. De totale nettowinst in 2015 werd daarnaast positief beïnvloed door eenmalige baten. Overigens lopen gerealiseerde beleggingsresultaten over de resultatenrekening, waardoor behoorlijke fluctuaties in de winst kunnen ontstaan. De solvabiliteitsratio's zijn een belangrijke indicatie voor de kapitalisatiegraad in de verzekeringswereld. ASR heeft een ruime Solvency II-ratio van rond de 185%. NN Groep is koploper met 241% gevolgd door Achmea met 201%. Aegon en Delta Lloyd zitten

duidelijk lager op respectievelijk 155% en 154%. ASR behaalt relatief veel omzet in schadeverzekeringen, die niet zo rentegevoelig zijn als levensverzekeringen. ASR doet het operationeel goed met een combined ratio (CR) van 95% in 2015. CR wordt gedefinieerd als het percentage van schade-uitkeringen plus kosten gedeeld door premie-inkomsten. Een CR van onder de 100% betekent een winstgevende situatie.

Motivatie

De sterke punten van ASR kunnen worden samengevat als een goed winstgevende verzekeraar met gespreide activiteiten en een solide kapitaalspositie. Er is wel een duidelijke onzekerheid, maar die geldt ook voor de andere verzekeraars, dat ASR een partij is in het voortslepende woekerpolisshandaal. In het prospectus laat ASR zich er nauwelijks over uit. Een inschatting van de eventuele extra kosten is weliswaar lastig te maken. De solvency II-ratio is redelijk hoog en biedt stabiliteit en het producten aanbod en klanten spreiding is duidelijk breder dan bij concurrenten. Het dividendbeleid is ruim en lijkt ruimer uit te gaan vallen dan bij andere Nederlandse verzekeraars. Over 2015 heeft ASR een dividend uitgekeerd van € 170 miljoen en over 2016 verwacht ASR een dividend uit te keren van € 175 miljoen. Dat zou een dividend van € 1,16 per aandeel betekenen en een dividendrendement van 5,8% (op een middenkoers van € 20). Vanaf 2017 is ASR van plan om 45-55% van het netto operationeel resultaat uit te keren aan dividend onder de voorwaarde dat de Solvency II -ratio boven de 140% blijft. Wij adviseren het aandeel te Kopen. Ons koersdoel is € 24.

Onze opinie over de introductie van Coca-Cola European Partners (CCEP)

Coca-Cola European Partners is deze week in notering gekomen op de Amsterdamse beurs.
Beleggingstip: Coca-Cola European Partners

01 juni 2016

Koers	€ 35,77	
Koersdoel	€ 35,00	-2,0%
Uitstaande aandelen	482 Mln	
Marktkapitalisatie	€ 17,2 Mrd	
Nettowinst (2015)	€ 578 Mln.	
ISIN		

	WpA in €	K/W	DpA in €	DpA in %
2014	1,50	23,8	0,00	0%
2015	1,20	29,8	0,00	0%
2016^V	1,50	23,8	0,75	2,09%
2017^V	1,60	22,3	0,80	2,23%

	Status	Defensief	Gebalanceerd	Offensief
Advies 1-6-2016		Niet Kopen	Niet Kopen	Niet Kopen
Modelportefeuille		Nee	Nee	Nee

Algemeen

Coca-Cola European Partners (CCEP) is één van de Europese marktleiders van verpakte verbruiksgoederen. De onderneming is ontstaan uit een samengaan van drie bottelaars, die allemaal voor de merken van Coca-Cola werken. CCEP is wereldwijd de grootste onafhankelijke bottelaar van Coca-Cola en produceert, distribueert en verkoopt een uitgebreid assortiment drinkklare frisdranken. CCEP levert aan meer dan 300 miljoen consumenten in 12 landen in West-Europa: Andorra, België, Frankrijk, Duitsland, Verenigd Koninkrijk, Luxemburg, Monaco, Noorwegen, Portugal, Spanje, Zweden en Nederland. De aandeelhouders zijn Coca Cola Enterprises (48%), Coca Cola Iberian Partners (34%) en Coca Cola (18%).

Huidige ontwikkelingen

De introductie van CCEP is zonder plaatsing van nieuwe aandelen. CCE aandeelhouders krijgen één aandeel in het nieuwe CCEP en een éénmalige betaling van \$ 14,50 per aandeel. Deze betaling wordt gefinancierd met nieuwe leningen. CCEP is een fusie van de Europese activiteiten van Coca Cola Enterprises (CCE) met Coca Cola Iberian Partners en Coca Cola's Duitse bottelaar. Deze fusie is gestructureerd als een zogenaamde 'tax inversion', waarbij het hoofdkantoor van het Amerikaanse CCE wordt verplaatst naar Londen. Hierdoor wordt naar verwachting geprofiteerd van een lager belastingtarief. De omzet stijgt door het samengaan van \$ 7 miljard naar ruim \$ 12 miljard. Het aantal aandelen gaat van 231 miljoen naar 482 miljoen. Echter, de winstgevendheid van de Europese partners is duidelijk lager dan de activiteiten van CCE. De nieuwe combinatie verwacht \$ 350 á \$ 375 miljoen aan synergy-effecten te kunnen behalen.

Motivatie

Het Amerikaanse CCE is afgesplitst van Coca Cola in 1986. De achterliggende gedachte was dat Coca Cola zijn winstmarges en balansratio's zou verbeteren door de kapitaal-intensieve en lagere marges van de bottelaar in een aparte onderneming onder te brengen. Verder valt op dat CCE de laatste jaren weinig winstgroei heeft laten zien. De fusie geeft weliswaar mogelijkheden voor kostenbesparingen, maar de onderneming blijft gevoelig voor diverse externe invloeden. Volume trends zijn belangrijk voor de winstgevenheid, maar deze worden redelijk sterk beïnvloed door macro-economische ontwikkelingen en consumententrends. Ook wordt een groot deel van de producten afgezet door grote retailketens, die telkens betere prijzen eisen. Goedkoper geprijsde private labels zorgen eveneens voor druk op de volumes en prijzen. Verder hebben valutaschommelingen en inkoop van grondstoffen (aluminium, suiker en plastics) een duidelijke invloed op de resultaten. De laatste tijd is sprake van een nieuwe dreiging. Producten die veel suiker bevatten krijgen te maken met extra belastingdruk of andere maatregelen. CCEP heeft weliswaar een sterke operationele cashflow, maar de vraag is of er structureel veel opwaarts potentieel aanwezig is. Bovendien is het niet duidelijk uit het prospectus wat het dividendbeleid zal inhouden. Wij zijn terughoudend en nemen een afwachtende houding aan, ondanks dat op termijn CCEP een kandidaat is voor opname in de AEX-index. Het aandeel is niet goedkoop en het verwachte dividendrendement is aan de magere kant. Wij hebben een voorkeur elders in de consumenten-gerelateerde sectoren.