

ABN·AMRO **AEGON:** DISAGIO TEN OPZICHTE VAN DE SECTOR

24 mei 2011, slotkoers 23-5: € 4,67

Aegon presenteerde zwakker dan verwachte resultaten over het eerste kwartaal 2011. De onderliggende winst voor belasting van 414 miljoen euro was 15 procent lager dan vorig jaar en bleef achter bij de marktramingen. De nettowinst van 327 miljoen euro was 5 procent (jaar op jaar) lager.

De oorzaken van de zwakkere resultaten waren bedrijfsbreed: in Nederland steeg de omzet sterk, maar actuariële prognosewijzigingen (langere levensverwachting) hadden een negatief effect op de winstgevendheid. In Groot-Brittannië werd Aegon gedwongen een eenmalige last te nemen in verband met claims en viel de omzet iets tegen. In de Verenigde Staten was de omzet lager dan verwacht. In groeiemarkten steeg de omzet daarentegen met 24 procent. De nieuwe productie in levensverzekering was constant ten opzichte van vorig jaar, maar lag 4,5 procent onder de ramingen. Verder nam de waarde van de nieuwe productie door margedruk

met 15 procent af tot 118 miljoen euro.

Positief is dat Aegon vastbesloten blijft de staatssteun in het volgende kwartaal terug te betalen; het bedrijf houdt ook vast aan zijn doelstellingen op langere termijn. Hoewel de zwakkere resultaten de koers van het aandeel op korte termijn onder druk zullen zetten, doet het aandeel blijkens de waardering een duidelijk disagio ten opzichte van de sector, terwijl de onderliggende trends solide zijn. Wij verwachten dat de markt Aegon geleidelijk weer als een 'normale' emittent zal gaan waarderen zodra de staatssteun is terugbetaald; dat zal de koers van het aandeel weer opstuwten. De kapitaalpositie blijft sterk en zal verder verbeteren, nu Transamerica Re is verkocht.

Ondanks de zwakker dan verwachte resultaten vinden wij Aegon nog steeds een aantrekkelijke beleggingspropositie; het aandeel wordt verhandeld tegen een koers-winstverhouding 2011 van 8,5, tegen 0,5 maal de intrinsieke waarde en tegen 0,7

UNIT4



Beurswaarde	618 mln	Wpa 2010T	0,94
Omzet 2009	379 mln	Wpa 2011T	1,46
Nettowinst 2009	19 mln	Koersdoel	26,50
Dividend 2009	0,35	Advies	bijkopen

maal de boekwaarde, circa 30 procent onder het sectorgemiddelde. Het advies Kopen blijft gehandhaafd. ■

ABN·AMRO **ACCELL:** SOLIDE POSITIE, POSITIEVE TRENDS

13 mei 2011, slotkoers 12-5: € 39,19

Accell is 2011 goed begonnen. In de eerste maanden van het jaar zijn de omzet en winst gestegen in vergelijking met dezelfde periode vorig jaar. Deze groei is zowel autonoom als op basis van acquisities. Bovendien is de productmix verbeterd, door hogere volumes in elektrische fietsen en sportfietsen en dalende volumes in de klassieke stadsfietsen. Accell handhaaft de eerder gedane verwachting van een hogere omzet en winst

voor heel 2011 in vergelijking met 2010. Recentelijk heeft marktonderzoeksbureau Growth for Knowledge (GfK) aangegeven dat de omzet in fietsen in Nederland in de maand maart sterk is gestegen. Vooral elektrische fietsen deden het met een stijging van 31 procent (jaar op jaar) erg goed. Accell is juist in dit segment erg sterk en gecombineerd met de gunstige weersomstandigheden lijkt dat een solide basis te bieden voor sterke cijfers over de eerste helft van 2011.

In november 2010 kondigde Accell de overname aan van Bianchi Bisiklet in Turkije en is daardoor tevens in het bezit gekomen van het 50%-belang van Bianchi in Atala (Italië). Met deze stap heeft Accell nu een top-3-positie in twee nieuwe groei-markten die de winst moeten diversifiëren naar landen buiten Nederland en Duitsland, die momenteel goed zijn voor 66 procent van de omzet.

Accel heeft goede en innovatieve producten en sterke marktposities in de segmenten waarin het actief is. Met een koers-winstverhouding van ongeveer tienmaal op basis van de verwachte winst van 2011, lijkt dit

nog niet voldoende in de koers te zijn verdisconteerd. Ons advies is verhoogd van Houden naar Kopen met als koersdoel 45 euro. ■

ARCELORMITTAL



Beurswaarde	40,2 mrd	Wpa 2010T	1,98
Omzet 2009	\$ 65,1 mrd	Wpa 2011T	2,26
Nettowinst 2009	\$ 118 mln	Koersdoel	33,00
Dividend 2009	\$ 0,75	Advies	kopen

ABN AMRO

ADVISERINGSMETHODIEK

DE VERWACHTING VOOR DE KOMENDE ZES TOT TWAALF MAANDEN:

↑ AANBEVOLEN

OPWAARTS POTENTIEEL VAN MINIMAAL 15%

↑ KOPEN

OPWAARTS POTENTIEEL VAN MINIMAAL 10%

■ HOUDEN

MIN OF MEER ZIJWAARTS (+/- 10%)

↓ VERKOPEN

EEN KOERSDALING VAN MINIMAAL 10%