

a.s.r.

Een ijzersterke Nederlandse verzekeraar met een gezonde balans en sterke dividendgroei. Na de succesvolle fusie met Aegon biedt het bedrijf veel zekerheid en een groeiend inkomen tegen een eerlijke waardering. Met een management dat kapitaaldiscipline hoog in het vaandel heeft en de aandeelhouder centraal stelt, toont a.s.r. zich als een uiterst stabiele dividendbelegging.

In tien stappen naar de kern van dividendaandelen

Deze analyse van a.s.r. Nederland is opgebouwd volgens een gestructureerde 10-stappenbenadering. Elk onderdeel behandelt een specifiek thema zoals dividend, financiële gezondheid, concurrentiepositie, groei en waardering.

Bij elke stap is gekeken naar zowel kwantitatieve maatstaven (ROIC, payout ratio, schuldgraad, marges) als kwalitatieve factoren (marktpositie, risicoprofiel, kapitaalallocatie). Per onderdeel is een score van 0 tot 10 toegekend. Uiteindelijk vatten we dit samen in een scorekaart, waarmee in één oogopslag de sterkte- en zwaktepunten zichtbaar worden. Daarnaast wordt de scorekaart ook visueel gepresenteerd in een radar chart.

Het doel van deze methodiek is niet enkel cijfers verzamelen, maar beoordelen of een onderneming duurzaam waarde kan creëren voor aandeelhouders door middel van stabiele dividendgroei en solide kapitaalallocatie.

Stap 1 Bedrijfsmodel: wat doet het bedrijf en hoe verdient het bedrijf geld

Doel: Investeer alleen in bedrijven die je begrijpt.

In deze eerste stap beschrijven we de fundamenten van a.s.r. Nederland (hierna: a.s.r.). We kijken naar de aangeboden producten en diensten, de geografische focus en de wijze waarop de onderneming haar resultaten boekt.

Producten

a.s.r. behoort tot de grootste verzekeringsgroepen van Nederland en positioneert zich als een brede, multiline verzekeraar. Na de overname van de Nederlandse activiteiten van Aegon in 2023 verstevigde de onderneming haar marktpositie aanzienlijk. De activiteiten vallen uiteen in de volgende segmenten:

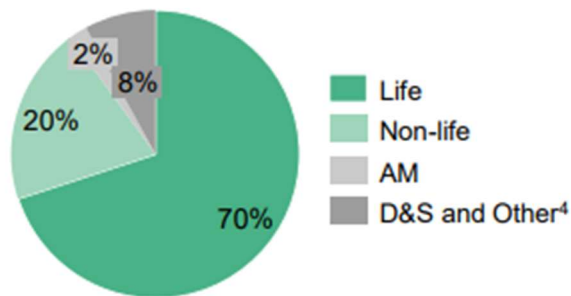
- *Leven*: Het levensverzekeringsbedrijf richt zich op pensioenproducten, lijfrentes en overlijdensrisicoverzekeringen. Met een sterke focus op de pensioenmarkt profiteert a.s.r. van de transitie naar het nieuwe Nederlandse pensioenstelsel.
- *Niet-Leven (Schadeverzekeringen)*: Dit segment omvat een breed scala aan verzekeringen voor zowel particulieren als zakelijke klanten, waaronder motorrijtuig-, brand-, aansprakelijkheids- en reisverzekeringen. Daarnaast speelt a.s.r. een leidende rol in de markt voor inkomensverzekeringen (arbeidsongeschiktheid) en zorgverzekeringen.
- *Asset Management (AM)*: a.s.r. beheert niet alleen de eigen beleggingsportefeuilles, maar biedt ook vermogensbeheerdiensten aan externe institutionele klanten en particuliere beleggers via diverse beleggingsfondsen.
- *Distributie en Services (D&S)*: Via dit segment levert de onderneming ondersteunende diensten aan onafhankelijke adviseurs en exploiteert zij distributiekkanalen. Dit versterkt de band met de klant en zorgt voor aanvullende vergoedingen uit dienstverlening.

Landen

In tegenstelling tot veel internationale sectorgenoten hanteert a.s.r. een uiterst gefocuste geografische strategie. De onderneming opereert uitsluitend op de Nederlandse markt. Deze focus stelt het management in staat om diepgaande kennis van de lokale markt, regelgeving en distributienetwerken optimaal te benutten. a.s.r. streeft naar een leidende rol als verzekeraar, maar wel binnen de eigen landsgrenzen. Zoals de quote van CEO Jos Baeten luidt: 'Het buitenland is om vakantie te vieren'.

Omzetverdeling

De resultaatverdeling van a.s.r. weerspiegelt een sterke nadruk op het levensverzekeringsbedrijf, dat een stabiele basis vormt voor de kapitaalgeneratie. Uit de onderstaande figuur blijkt dat het segment 'Life' met 70% de grootste bijdrage levert aan het resultaat. Het schadebedrijf (Non-life) volgt met een aandeel van 20%.



De segmenten 'Distributie & Services en Overig' (8%) en 'Asset Management' (2%) dragen in mindere mate bij. De spreiding zorgt ervoor dat a.s.r. zowel profiteert van de stabiele instroom uit de pensioenportefeuilles als van de sterke operationele marges in de schade tak.

Aandeelhouders

De aandeelhoudersstructuur van a.s.r. veranderde ingrijpend door de fusie met Aegon NL. Aegon verkreeg door deze transactie een strategisch belang van 30% in de onderneming, waarmee zij de grootste aandeelhouder is. De resterende aandelen zijn grotendeels in handen van een breed gespreid veld van internationale institutionele beleggers. De aanzienlijke free float zorgt voor een hoge liquiditeit van het aandeel op de Amsterdamse beurs, waar a.s.r. deel uitmaakt van de AEX-index.

Stap 2 Dividendgeschiedenis en beleid

Doel: Zekerheid over stabiele en betrouwbare uitkeringen.

In deze tweede stap analyseren we de historische ontwikkeling van a.s.r. Nederland en de strategische keuzes die het management maakt om de waardecreatie op lange termijn te borgen. Een consistent dividendbeleid staat hier centraal.

Geschiedenis

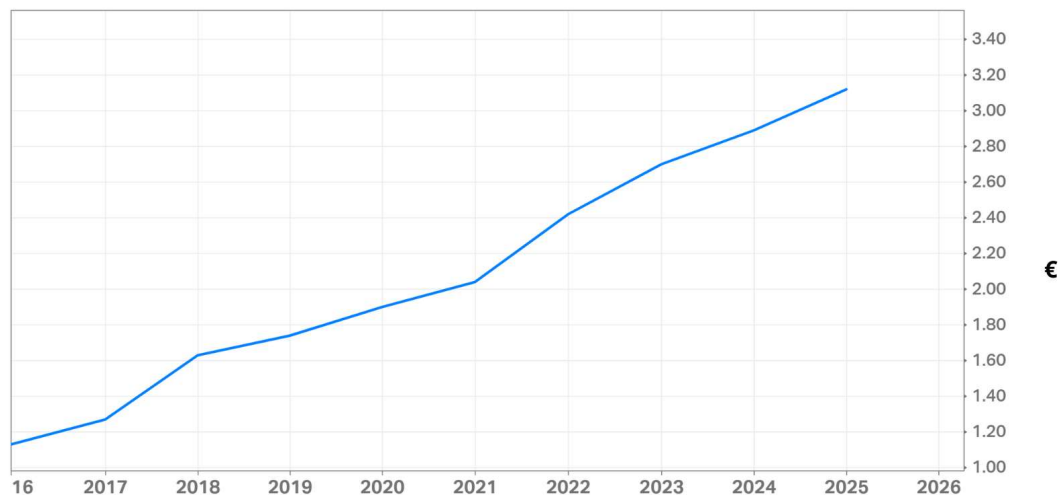
De wortels van a.s.r. reiken terug tot 1720, waarmee de onderneming tot de oudste verzekeraars ter wereld behoort. De moderne vorming van de groep vond echter plaats na de nationalisatie van de Nederlandse verzekeringsactiviteiten van Fortis in 2008. Onder leiding van de Nederlandse staat transformeerde de onderneming tot een onafhankelijke multiline verzekeraar. In 2016 werd de onderneming naar de beurs gebracht.

Een recent historisch fundament legde a.s.r. in 2023 met de overname van Aegon Nederland. Deze transactie tilde de groep naar een tweede positie op de Nederlandse markt. De integratie verstevigt niet alleen de schaalvoordelen in het schadebedrijf, maar creëert ook een dominante speler op de pensioenmarkt.

Dividendbeleid

Het dividendbeleid van a.s.r. kenmerkt zich door een progressieve benadering. De onderneming streeft ernaar het dividend per aandeel jaarlijks te verhogen. In de onderstaande figuur is de indrukwekkende groei van de afgelopen jaren zichtbaar.

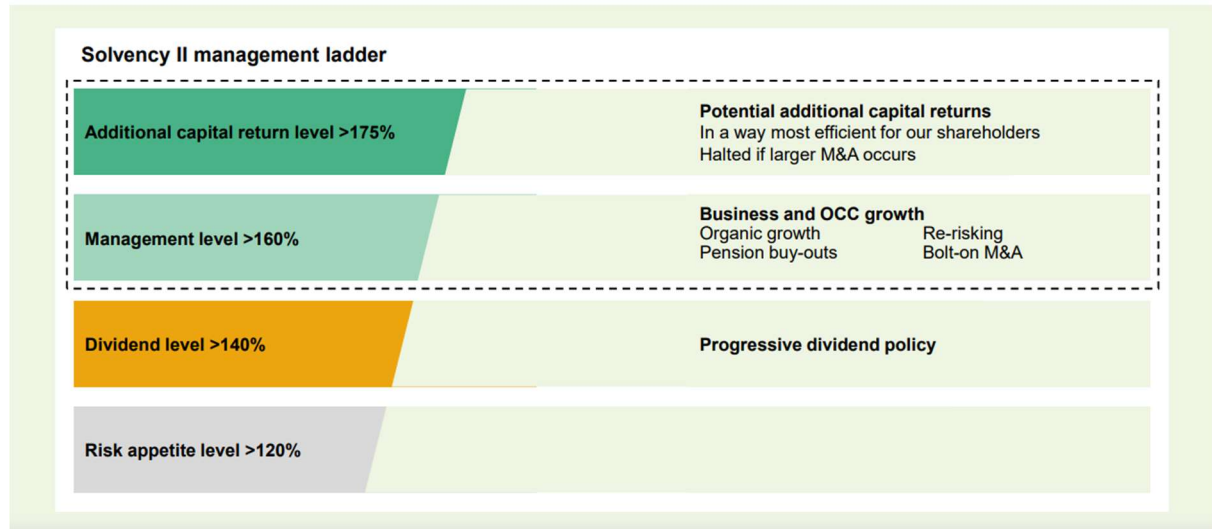
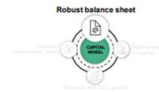
Ontwikkeling dividend a.s.r. Nederland



Voor het boekjaar 2025 keerde a.s.r. een dividend uit van €3.12 per aandeel. Het management koppelt de dividendgroei direct aan de groei van het operationeel kapitaal. Zolang de kapitaalpositie (Solvency II) ruim boven de drempelwaarden blijft,

hanteert de groep een beleid waarbij overtollig kapitaal regelmatig via extra dividend of de inkoop van eigen aandelen terugvloeit naar de belegger.

Solvency II management ladder unchanged after Aegon NL



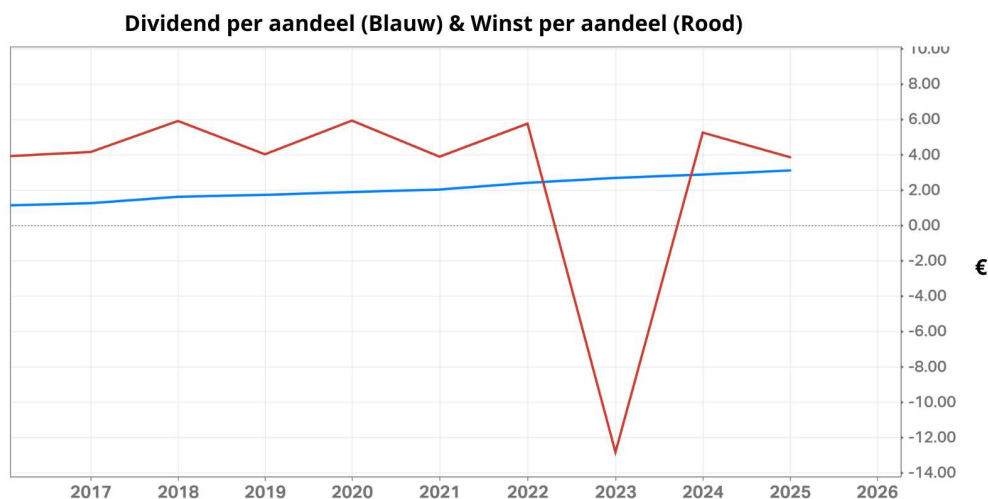
Stap 3 Houdbaarheid dividend

Doel: bepalen of het bedrijf het dividend ook op de lange termijn kan blijven betalen.

In deze derde stap onderzoeken we hoe solide de dividendbetalingen van a.s.r. Nederland werkelijk zijn. Bij een verzekeraar geeft de gerapporteerde nettowinst vaak een verwarrend beeld. Daarom kijken we naar de winst per aandeel, het operationele resultaat en de payout ratio om de echte kracht achter het dividend te ontdekken.

Winst per aandeel

De ontwikkeling van de winst per aandeel (EPS) toont een opvallende beweging in het jaar 2022/23. Waar a.s.r. normaal gesproken stabiele winsten laat zien, viel de winst per aandeel in 2023 plotseling terug tot ver onder nul.



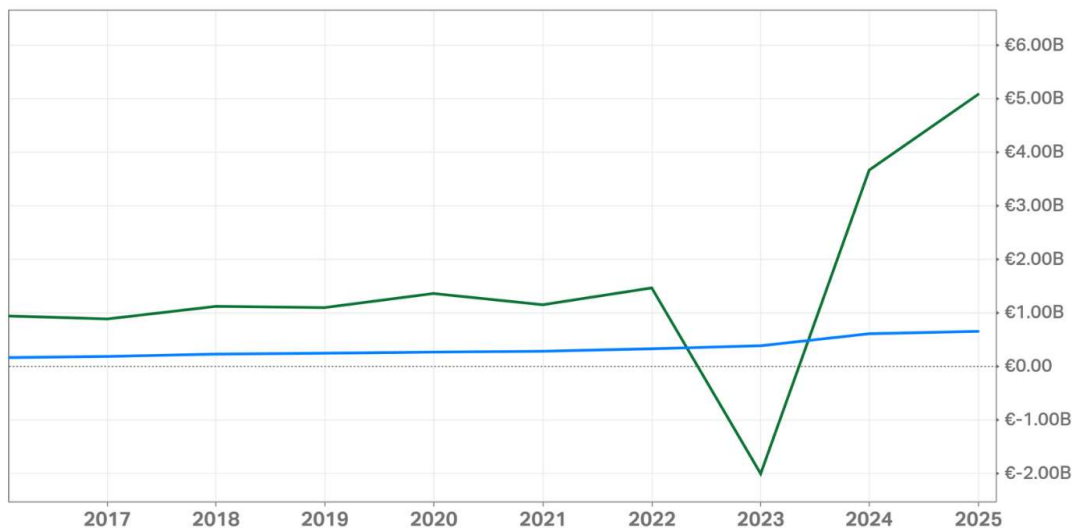
Deze scherpe daling naar een verlies lijkt schrijnend maar als men iets dieper kijkt valt dit wel mee. De oorzaak lag volledig bij de overname van Aegon Nederland en de invoering van nieuwe boekhoudregels (IFRS 17). Deze eenmalige aanpassingen en integratiekosten zorgden voor een papieren verlies, terwijl het genormaliseerde operationele resultaat binnen het bedrijf gewoon doorgroeide. De daling is dus een boekhoudkundig fenomeen en geen operationele zwakte.

Desondanks zien we naast de scherpe daling in 2023 ook matige nettowinsten in de jaren 2024 en 2025, waardoor de winst per aandeel akelig dicht in de buurt komt van het dividend, en de belegger zich misschien af moet gaan vragen of dit wel duurzaam is. Opnieuw liggen niet-structurele, eenmalige kosten aan de grondslag hiervan, namelijk de integratiekosten van Aegon Nederland. Om deze buiten beschouwing te laten kijken we naar de operationele winsten, die deze eenmalige kosten niet meenemen.

Operationeel resultaat versus dividend

Om te begrijpen of a.s.r. gezond is, kijken we beter naar de operationele winst in plaats van de nettowinst. De nettowinst wordt in de verzekeringswereld namelijk sterk beïnvloed door tijdelijke schommelingen in de beleggingsportefeuille en andere boekhoudkundige posten.

Dividend (Blauw) & Operationele winst (Groen)

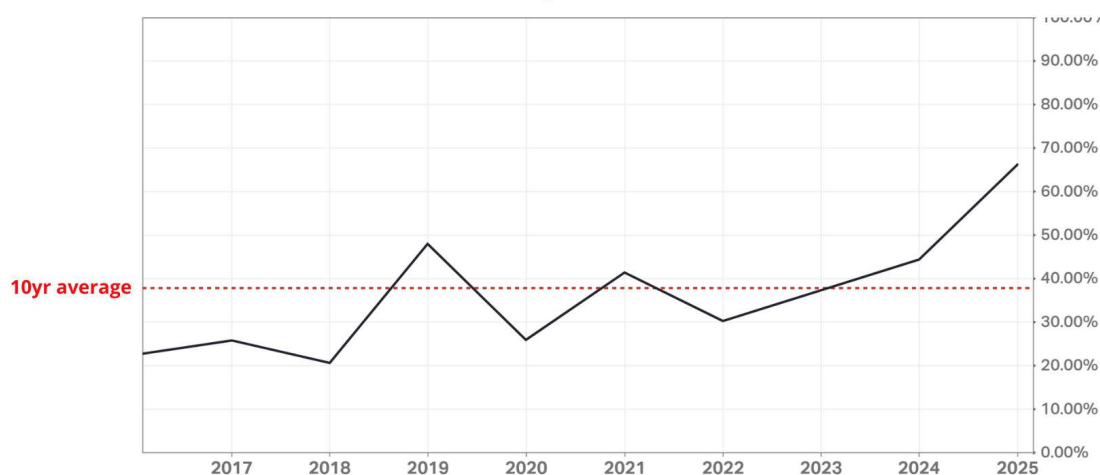


In 2023 viel de nettowinst laag uit door de nasleep van de overname. De operationele winst (de groene lijn) steeg echter flink. Dit komt doordat de activiteiten van Aegon direct bijdroegen aan operationele winstgevendheid en a.s.r. efficiënter ging werken. Voor een dividendbelegger is dit operationele resultaat de belangrijkste graadmeter, omdat het dividend op de lange termijn houdbaar moet zijn, waarvoor structureel sterke operationele winsten essentieel zijn.

Payout Ratio

De schommelingen in de nettowinst hebben ook invloed op de payout ratio (het deel van de winst dat wordt uitgekeerd aan aandeelhouders). In de onderstaande grafiek lijkt het alsof a.s.r. in 2025 een groot deel van de winst uitkeert, met een ratio van boven de 60%.

Payout ratio a.s.r.



Dit percentage geeft echter een vertekend beeld. Omdat de nettowinst door de eerdere overnamekosten nog steeds kunstmatig laag uitvalt, lijkt de uitkering in verhouding erg hoog. Kijken we naar het tienjarige gemiddelde (de rode stippellijn), dan zien we een heel ander, geruststellend beeld: dit gemiddelde ligt ruim onder de 40% en ligt, gecorrigeerd voor de boekhoudkundige neerwaartse bijstellingen in 2023 en 2024 momenteel nog steeds onder de 40%.

Zodra de eenmalige kostenposten verdwijnen en de nettowinst weer op een normaal niveau komt, zal de payout ratio vanzelf terugzakken naar dit gezonde historische gemiddelde.

Stap 4 Financiële gezondheid

Doel: Vaststellen of de balans en de winstgevendheid sterk genoeg zijn om in de toekomst dividend te betalen.

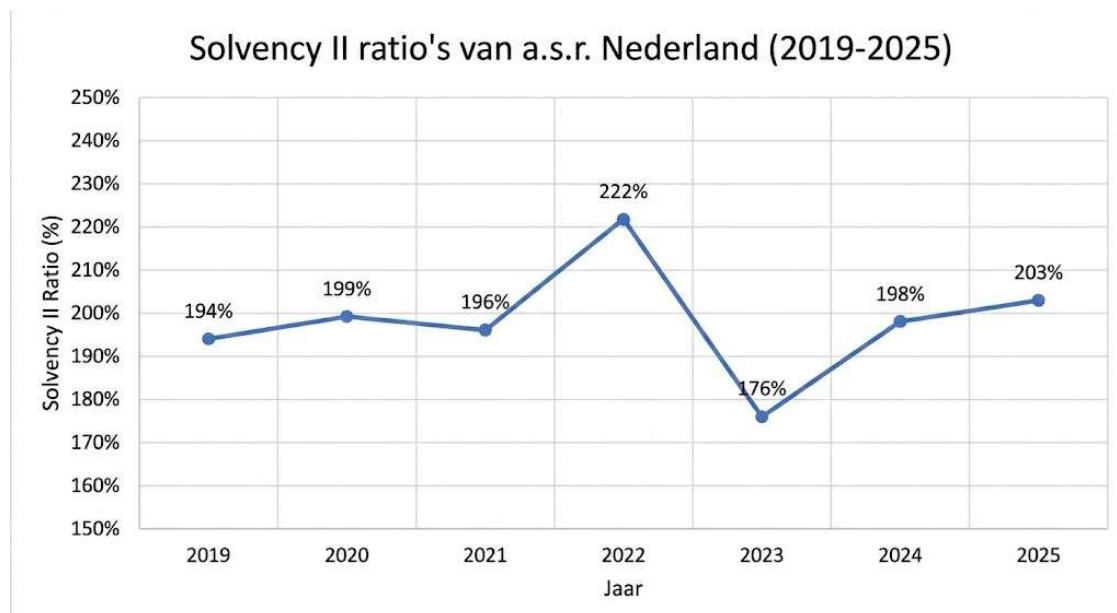
In deze vierde stap analyseren we de financiële fundamenteën van a.s.r. Nederland. Een solide kapitaalpositie vormt immers de noodzakelijke voorwaarde voor een progressief dividendbeleid. Bij een verzekeraar wijkt de beoordeling van de balans echter af van die bij een niet-verzekeraar.

Schuldniveau

Om de financiële gezondheid van een verzekeraar duidelijker in kaart te brengen, kijken we naar de Solvency II-ratio.

Solvency II ratio

Dit is een wettelijk verplicht Europees raamwerk dat meet in hoeverre een verzekeraar beschikt over voldoende kapitaal om extreme schokken (zoals een beurscrash of een natuurramp) op te vangen. Een ratio van 100% betekent dat het bedrijf exact genoeg kapitaal heeft voor haar verplichtingen. Analisten en toezichthouders beschouwen een niveau boven de 160% doorgaans als veilig terrein voor dividenduitkeringen.



Uit de bovenstaande figuur blijkt dat de Solvency II-ratio van a.s.r. de afgelopen jaren op een hoog, veilig niveau ligt, gemiddeld rond de 200%. Daarentegen vertoont de ratio enige schommelingen in de jaren 2022-2023. In 2022 steeg de ratio naar een recordhoogte van 222%, deels door de stijgende rente die de waarde van haar polissen ten goede kwam. In 2023 volgde echter een daling naar 176%. Deze dip

viel te danken aan de kapitaaluitstroom voor de Aegon-overname en de kosten voor de integratie.

Anno 2025 toont de ratio een mooi herstel richting de 203%. Dit niveau ligt ruim boven de eigen doelstellingen van het management en biedt aanzienlijke speling. a.s.r. handhaaft hiermee een zeer gezonde kapitaalbasis, wat de weg vrijmaakt voor de beloofde dividendgroei en eventuele verdere inkoop van eigen aandelen. De balans is na de 'spijsverteringsfase' van de Aegon-deal weer robuust te noemen.

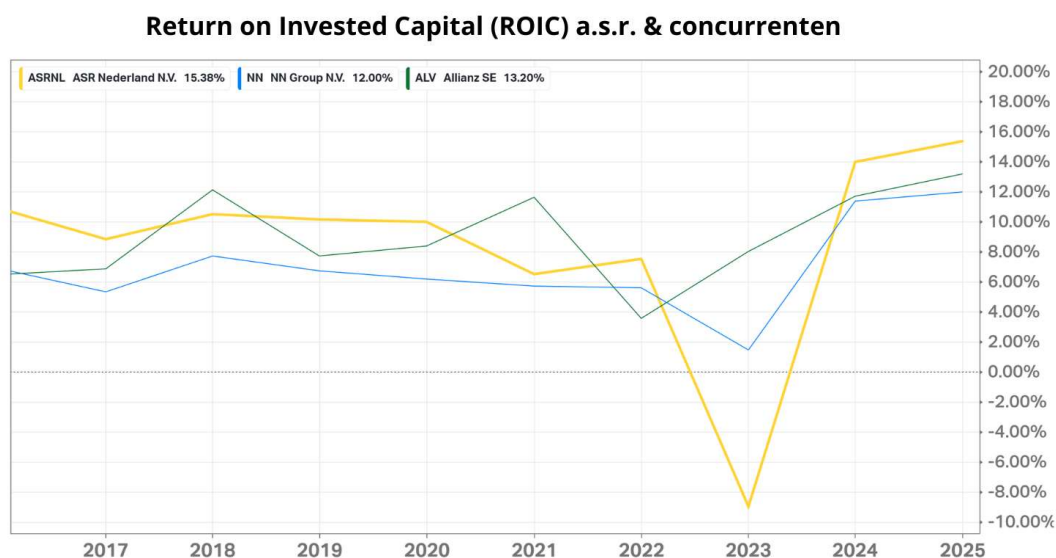
Stap 5 Concurrentiepositie

Doel: Beoordelen van de concurrentiepositie van de onderneming.

In deze vijfde stap analyseren we hoe effectief a.s.r. Nederland het kapitaal van haar aandeelhouders inzet en hoe efficiënt de dagelijkse verzekeringsoperaties verlopen. Een hoog rendement op het geïnvesteerd kapitaal vormt op de lange termijn de belangrijkste drijver achter koerswinst en dividendgroei.

Return on Invested Capital (ROIC)

Het rendement op het geïnvesteerd kapitaal (ROIC) toont aan welk percentage winst een onderneming realiseert over het totale kapitaal dat in de business is gestoken. Voor een verzekeraar weerspiegelt dit cijfer zowel de kwaliteit van de verzekeringstak als het resultaat van de beleggingsportefeuille.



Uit de bovenstaande figuur blijkt dat de ROIC van a.s.r. een bewogen verloop kende door de overname van Aegon Nederland. De scherpe daling in 2023 naar een negatief rendement (-9%) vloeide voort uit de omvangrijke eenmalige integratiekosten en de overgang naar de nieuwe IFRS 17-boekhoudregels.

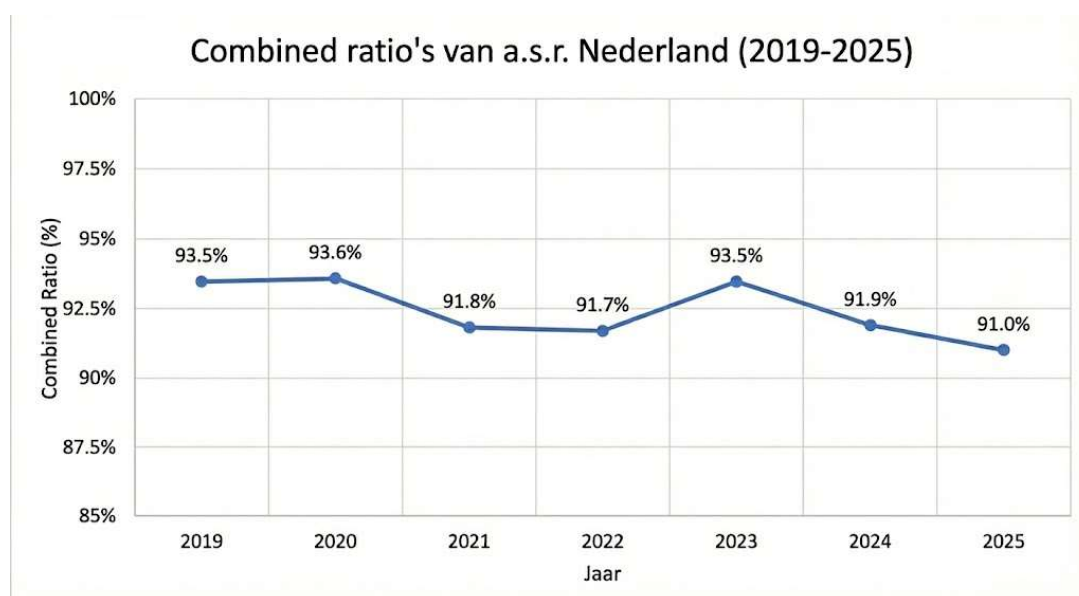
Dergelijke papieren verliezen drukken het rendement tijdelijk weg, maar zeggen weinig over de onderliggende kracht van de onderneming.

Veelzeggender is het krachtige herstel dat in 2024 en 2025 inzette. Met een verwachte ROIC van 15,4% in 2025 presteert a.s.r. aanzienlijk sterker dan haar directe concurrent NN Group (12%) en zelfs beter dan de Europese marktleider Allianz (13,2%). Dit hoge rendement bewijst dat a.s.r. na de fusie een efficiëntere speler is geworden die meer winst per euro kapitaal genereert dan haar concurrenten.

Marges en de Combined Ratio

Bij het analyseren van een regulier productiebedrijf kijken we doorgaans naar de brutomarge en de operationele winstmarge. Bij een verzekeraar als a.s.r. dient een andere ratio echter bekeken te worden. Verzekeraars hebben geen 'kostprijs van de omzet' in de traditionele zin, hun grootste kostenposten bestaan uit toekomstige schade-uitkeringen die op basis van modellen worden ingeschat.

In plaats van traditionele marges hanteert de sector daarom de combined ratio als de ultieme maatstaf voor operationele efficiëntie/marges. Deze ratio telt de schadelasten en de bedrijfskosten bij elkaar op en deelt dit door de ontvangen premies. Een ratio onder de 100% betekent dat de verzekeraar winst maakt op het verzekeren zelf. Alles wat daaronder zit, is pure winst voordat de beleggingsopbrengsten überhaupt worden meegeteld. Idealiter trendt deze ratio omlaag. In feite is deze ratio dus het omgekeerde van de operationele winstmarge, die bij a.s.r. dus op 9% staat ($100\% - 91\% = 9\%$).



De bovenstaande figuur toont aan dat a.s.r. tot de meest efficiënte verzekeraars van Europa behoort. De combined ratio vertoont een gezonde, neerwaartse trend. Waar de ratio in 2020 nog op 93,6% lag, wist de onderneming dit structureel te verbeteren

naar 91,0% in 2025. Hoewel de integratie van Aegon in 2023 voor een tijdelijke stijging naar 93,5% zorgde, keerde de ratio daarna razendsnel terug naar het lagere niveau. Een gecombineerde ratio van 91% onderstreept de sterke prijsdiscipline van a.s.r.

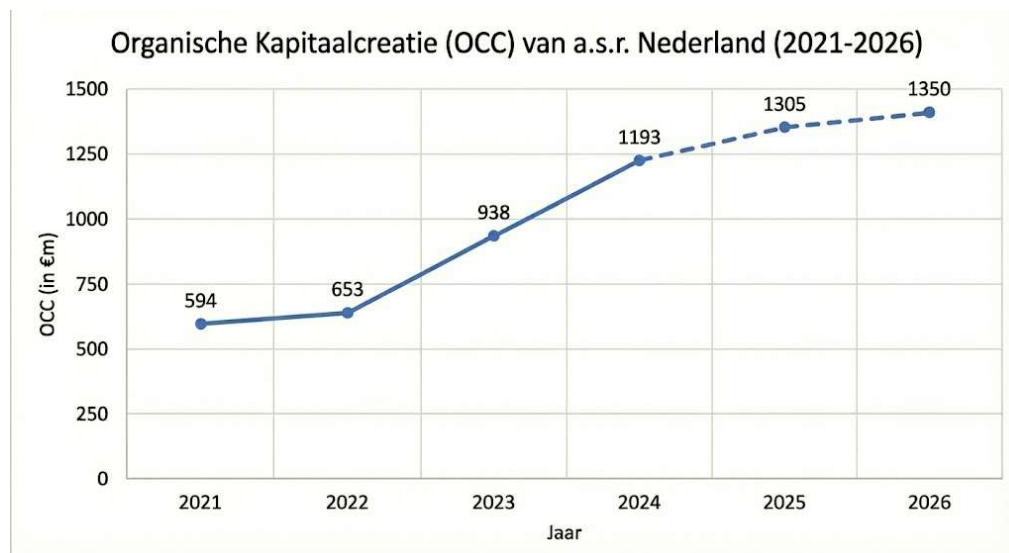
Stap 6 Groei en vooruitzichten

Doel: Toekomstig potentieel om dividend te laten groeien.

In deze zesde stap analyseren we de groeimotoren van a.s.r. Nederland. Voor een verzekeraar komt groei niet alleen voort uit hogere premie-inkomsten, maar vooral uit de efficiëntie van de kapitaalgeneratie en de succesvolle integratie van overnames. De focus ligt hierbij op de periode tot en met 2026, waarin de volledige synergievoordelen van de Aegon-overname moeten materialiseren.

Ontwikkeling van de Organische Kapitaalcreatie (OCC)

De belangrijkste graadmeter voor de groei bij a.s.r. betreft de Organic Capital Creation. Dit cijfer geeft aan hoeveel kapitaal het bedrijf autonoom genereert om dividenden te betalen, aandelen in te kopen en herinvesteringen te doen. Onderstaande figuur toont de opwaartse trend van deze inkomsten.



De grafiek illustreert een significante versnelling vanaf 2023. Waar de onderneming in 2021 nog €594 miljoen aan kapitaal creëerde, steeg dit naar een gerapporteerde €1.193 miljoen in 2024. Het management mikt voor 2026 op een verdere stijging naar circa €1.350 miljoen. Deze groei vloeit voort uit de organische ontwikkeling van de bestaande portefeuilles en de realisatie van schaalvoordelen uit de Aegon-acquisitie. Door de grotere schaal kan a.s.r. efficiënter opereren, wat de weg vrijmaakt voor hogere uitkeringen per aandeel.

Synergieën en de Pensioentransitie

Een cruciale aanjager van de winstgroei in de komende twee jaar betreft het verzilveren van de beloofde kostensynergieën met Aegon. A.s.r. identificeerde aanzienlijke besparingsmogelijkheden door het samenvoegen van IT-platforms, back-offices en andere overhead kosten. De onderneming verwacht tegen 2026 jaarlijkse synergievoordelen van €215 miljoen te realiseren. Omdat de kosten voor het beheer van de extra polissen relatief beperkt blijven, vloeit een groot deel van deze besparingen direct door naar winst.

Daarnaast biedt de Nederlandse markt een unieke groeikans door de invoering van de Wet Toekomst Pensioenen (WTP). Deze stelselwijziging dwingt pensioenfondsen tot strategische keuzes, waarbij a.s.r. uitstekend gepositioneerd is voor 'buy-outs' (het overnemen van pensioenverplichtingen). De verschuiving naar producten waarbij a.s.r. beheervergoedingen (fees) ontvangt in plaats van louter balansrisico loopt, zorgt voor een meer voorspelbare en minder kapitaalintensieve winstgroei. Het resultaat uit deze fee-business moet volgens de strategie groeien naar circa €140 miljoen in 2026.

Vooruitzichten voor de winst per aandeel en kapitaalruggave

De combinatie van een groeiende kapitaalgeneratie en een gedisciplineerde inkoop van eigen aandelen legt een stevig fundament onder de groei van de winst per aandeel. A.s.r. verhoogt de inkoop van eigen aandelen stapsgewijs: van €125 miljoen in 2024 naar een beoogde €225 miljoen in 2026. Door het aantal uitstaande aandelen te verminderen, stijgt de resterende winst en kapitaalwaarde per aandeel automatisch.

Voor de belegger vertaalt deze groeistrategie zich in een concreet vooruitzicht. a.s.r. committeert zich aan een progressief dividendbeleid met een verwachte jaarlijkse groei van "mid-to-high single digits" (circa 5% tot 9%). Hiermee bewijst de onderneming dat zij de integratiefase na de overname succesvol heeft omgezet in een oogstfase, waarbij de groei in kapitaalcreatie direct ten goede komt aan de aandeelhouder.

Stap 7 Waardering

Doel: Beoordelen of we het aandeel tegen een goede prijs kunnen kopen.

In deze zevende stap analyseren we de waardering van a.s.r. Nederland. We onderzoeken of de huidige beurskoers de onderliggende waarde en de toekomstige kasstromen van de onderneming correct weerspiegelt. Hierbij maken we gebruik van de koers-winstverhouding en de koers-boekwaardeverhouding in vergelijking met sectorgenoten.

Koers-winstverhouding (P/E ratio)

De koers-winstverhouding biedt een eerste indicatie van de prijs die beleggers betalen voor de winst van een bedrijf. In de onderstaande figuur vergelijken we de P/E ratio van a.s.r. met die van NN Group en Allianz SE.

Price/earnings (P/E) ratio a.s.r. & concurrenten



Uit de grafiek blijkt dat a.s.r. momenteel handelt op een P/E ratio van 11x. Dit markeert een significante stijging ten opzichte van het dieptepunt in 2023, toen de ratio door de tijdelijke winstdruk fors lager lag. In vergelijking met NN Group (8,5x) noteert a.s.r. op een duidelijke premie. De markt kent a.s.r. een hogere multiple toe, wat wijst op een groter vertrouwen in de voorspelbaarheid van de winsten en de succesvolle integratie van de Aegon-portefeuille. Allianz (13,5x) handelt traditioneel op een nog hogere waardering vanwege haar wereldwijde spreiding en schaalgrootte. A.s.r. oogt, vanuit historisch perspectief en de verwachte winstgroei, eerlijk gewaardeerd, maar niet goedkoop.

Koers-boekwaardeverhouding (P/B ratio)

Voor de waardering van verzekeraars vormt de Price/Book (P/B) ratio echter een belangrijkere maatstaf dan de koers-winstverhouding. De boekwaarde vertegenwoordigt het eigen vermogen van de onderneming: het verschil tussen de

bezittingen (zoals de enorme beleggingsportefeuille) en de verplichtingen aan polishouders. Een P/B ratio van 1,0 betekent dat de beurskoers exact gelijk is aan de waarde van de bezittingen op de balans. Ligt de ratio boven de 1.0, dan verwacht de markt dat de verzekeraar een rendement op het eigen vermogen realiseert dat hoger ligt dan de kapitaalkosten.

Price/Book (P/B) ratio a.s.r. & concurrenten



De bovenstaande figuur toont aan dat a.s.r. (de paarse lijn) momenteel handelt op een P/B ratio van circa 1,2x tot 1,3x. Dit betekent dat beleggers bereid zijn een premie te betalen bovenop de netto activa-waarde. Deze waardering steeg structureel sinds medio 2022, wat de verbeterde winstgevendheid en de sterke Solvency II-positie weerspiegelt.

Opvallend is de grote spreiding binnen de sector: NN Group handelt met een ratio van circa 0,8x nog altijd op een korting ten opzichte van de boekwaarde, terwijl Allianz met een ratio van circa 2,4x een zeer hoge waardering geniet. De positie van a.s.r. in het midden van dit veld is logisch. De onderneming presteert operationeel sterker dan NN Group, maar beschikt niet over de schaal en diversificatie van Allianz. Voor de dividendbelegger is een P/B ratio van 1,2x bij een onderneming die een ROIC van ruim 15% realiseert (zoals geanalyseerd in stap 5) uiterst aantrekkelijk; de onderneming creëert namelijk aanzienlijk meer waarde met haar kapitaal dan de beurswaardering suggereert.

Stap 8 Risico's

Doel: Beoordeel risico's die het dividend kunnen bedreigen.

In stap 8 analyseren we de belangrijkste risico's die de stabiliteit en groei van het dividend kunnen bedreigen. Hierbij kijken we zowel naar geopolitieke en operationele factoren als naar sector- en marktrisico's

Integratierisico

Het grootste bedrijfsspecifieke risico van de afgelopen jaren betreft de integratie van de Nederlandse activiteiten van Aegon. Hoewel a.s.r. in 2025 de slotfase van dit proces bereikte, brengt het samenvoegen van complexe IT-systemen en back-offices nog altijd executierisico's met zich mee. Eventuele vertragingen in het migreren van klantgegevens of het niet realiseren van de beoogde kostensynergieën van €215 miljoen zouden de verwachte groei in de kapitaalgeneratie (OCC) direct remmen. Totdat de systemen volledig zijn geharmoniseerd, blijft dit een factor die nauwlettend toezicht van het management vereist.

Macro-economische factoren

Als verzekeraar opereert a.s.r. in een omgeving die uiterst gevoelig is voor schommelingen in de kapitaalmarkt.

- Beurs & renterisico: Hoewel een stijgende rente op de lange termijn gunstig uitpakt voor de solvabiliteit en de herbeleggingsrendementen, zorgt snelle volatiliteit voor onrust in de waardering van de vastrentende portefeuille.
- Inflatie: Hardnekkige inflatie vormt een directe bedreiging voor het segment Schade (Non-life). Stijgende kosten voor autoreparaties, medische behandelingen en herstelwerkzaamheden aan woningen stuwden de schadelasten omhoog. Indien a.s.r. deze kostenstijgingen niet tijdig doorberekent in de premies, komt de combined ratio onder druk te staan, wat de operationele marges uitholt.

Marktverzadiging

De Nederlandse markt voor verzekeringen is volwassen en zeer competitief. a.s.r. concurreert primair met NN Group en grote niet-beursgenoteerde spelers zoals Achmea en VGZ. In een verzadigde markt kan groei vaak alleen worden behaald door marktaandeel van concurrenten af te snoepen, wat kan leiden tot prijsvechten. a.s.r. hanteert tot dusver een strikt 'waarde boven volume'-beleid, maar een agressievere houding van concurrenten zou de groei van de premie-inkomsten kunnen afremmen.

Het belang van Aegon

Daarnaast hangt er nog een ander, niet fundamenteel risico boven het hoofd voor op de korte termijn dat koersdruk kan geven op de korte termijn. Dit betreft het resterende belang van Aegon in a.s.r. Door de overname van Aegon Nederland verkreeg Aegon een strategisch belang van circa 29,9%. Aegon kan haar aandeel in a.s.r. verkopen wat significante druk op de koers kan leggen.

Tegenover dit risico staat echter een proactief beleid van het a.s.r. management. De onderneming reserveert specifiek kapitaal voor de inkoop van eigen aandelen in 2026. Het management verklaarde expliciet dat zij bereid is om deel te nemen aan een eventuele verkooptransactie van Aegon. Door aandelen direct van Aegon terug te kopen, voorkomt a.s.r. dat deze stukken op de openbare markt belanden.

Stap 9 Kapitaalallocatie

Doel: inzicht krijgen omtrent de kapitaal benodigdheden van a.s.r. Nederland en hoe deze het beschikbare kapitaal besteedt.

In deze negende stap verschuift de focus van de operationele winst naar de strategische keuzes van het management. Bij industriële bedrijven of telecomreuzen zoals Verizon vormt de 'kapitaalintensiteit' (de noodzaak om te investeren in fabrieken of netwerken) een cruciale graadmeter. Voor een verzekeraar als a.s.r. Nederland vervalt deze noodzaak tot fysieke investeringen nagenoeg volledig. In plaats daarvan analyseren we het kapitaalbeheer: hoe effectief zet a.s.r. haar kapitaalbuffer in voor groei, overnames en het belonen van de aandeelhouder?

De irrelevantie van fysieke kapitaalintensiteit

In tegenstelling tot kapitaalintensieve sectoren, bezit a.s.r. geen dure machines of infrastructuur die voortdurend onderhoud vereisen. De "voorraad" van een verzekeraar bestaat uit geld. De kapitaalintensiteit bij a.s.r. is daarom niet fysiek, maar regulatief. Het management moet een bepaalde hoeveelheid kapitaal opzij zetten om aan de Solvency II eisen te voldoen. Elke euro boven deze buffer vormt de basis voor eventuele overnames of inkoop van eigen aandelen.

Het kapitaalallocatie-raamwerk

a.s.r. hanteert een strikt raamwerk voor de inzet van dit vrije kapitaal. Het management hanteert hierbij een duidelijk raamwerk:

1. Organische groei en balanssterkte: De eerste prioriteit ligt bij het ondersteunen van de eigen activiteiten en het handhaven van een Solvency II-ratio die comfortabel boven de 160% (en bij voorkeur rond de 190-200%) blijft.
2. Progressief dividend: a.s.r. committeert zich aan een jaarlijks stijgend dividend.
3. Inkoop eigen aandelen en M&A: Indien er na dividendbetaling en organische groei kapitaal overblijft, weegt het management de inkoop van eigen aandelen af tegen strategische overnames.

M&A

A.s.r. deed afgelopen jaren veel acquisities op de Nederlandse verzekeraarsmarkt. Historisch gezien blijken deze overnames lucratief voor a.s.r., wat onder andere blijkt uit de hoge ROIC die het bedrijf weet te behalen. De grootste overname deed het bedrijf in 2023, toen het de Nederlandse activiteiten van Aegon overnam. Met deze transactie zette de onderneming haar balans maximaal in om een dominante marktpositie te verwerven. Waar veel overnames in de financiële sector falen door te hoge integratiekosten, toont a.s.r. zich een gedisciplineerde koper.

De focus ligt niet op het vergroten van de omzet, maar op het realiseren van schaalvoordelen. Door de administratie van Aegon-polissen over te zetten naar het efficiëntere platform van a.s.r., creëert het management direct waarde. Dit beleid van 'consolideren en optimaliseren' kenmerkt de kapitaalallocatie van de afgelopen jaren, a.s.r. koopt alleen portefeuilles wanneer deze direct bijdragen aan de kapitaalgeneratie per aandeel.

Dividend en inkoop eigen aandelen

Op februari 2026, zien we de resultaten van dit gedisciplineerde beleid. Bij de presentatie van de jaarcijfers over 2025 heeft a.s.r. een nieuw aandeleninkoopprogramma aangekondigd. Dit past binnen de eerdere doelstelling om in de planperiode 2024-2026 in totaal €525 miljoen aan eigen aandelen in te kopen. Na de eerdere tranches van €125 miljoen (2024) en €175 miljoen (2025), is voor dit jaar (2026) een bedrag van €225 miljoen gealloceerd voor de inkoop van eigen aandelen.

Deze versnelling in de kapitaalruggave is mogelijk dankzij de sterke organische kapitaalcreatie, die in 2025 uitkwam op ruim €1,3 miljard. Daarnaast heeft het management het dividend over 2025 met 9% verhoogd naar €3,41 per aandeel. Dit onderstreept dat a.s.r. na de grote Aegon-overname volledig in de 'oogstfase' is beland, waarbij de balans sterk genoeg is om zowel organische groei te financieren als de aandeelhouder royaal te belonen.

Stap 10: Dividend scorekaart a.s.r. Nederland

Onderstaand de dividend scorekaart voor a.s.r Nederland. Hier zit natuurlijk altijd een arbitraire opinie in. Niet alles is te vatten in een kwantitatieve score. Sommige elementen hangen af van de kwalitatieve opinie en daarbij kan er bij alle onderdelen gekeken worden naar nog veel meer maatstaven.

Stap	Onderdeel	Score	Beschrijving
1	Bedrijfsmodel	10	Simpel model, alleen in NL. Standaard verzekeringen.
2	Dividendgeschiedenis & beleid	7	Sterke historische trend in dividend. Niet heel lang trackrecord
3	Houdbaarheid dividend	9	Uitermate veilige Solvency-II ratio, stabiele payout ratio.
4	Financiële gezondheid	8	Gezonde balans/Solvency-II. Wel toename in schuld door Aegon acquisitie
5	Concurrentiepositie	7	Competitieve, prijsgedreven markt. Wel groeiend marktaandeel en hoge ROIC
6	Groei & vooruitzichten	9	Significante en stabiele groei. 5-9%.
7	Waardering	6	Niet duur, maar zeker niet goedkoop. Waardering is opgelopen afgelopen jaren
8	Risico's	8	Aantal reële risico's, maar weinig serieuze problemen.
9	Kapitaal	9	Zeer principieel en hoogwaardig beleid onder huidige CEO. Inkoop eigen aandelen en gedisciplineerde M&A.
10	Scorekaart	8.0	Sterk bedrijf gerund door gedisciplineerd management. Groeiend dividend onderbouwd door stabiele winsten

Conclusie

a.s.r. Nederland positioneert zich als een hoogwaardig dividendfonds voor de Nederlandse dividendbelegger. De onderneming plukt in 2026 de vruchten van de Aegon-overname, wat resulteert in een sterke kapitaalgeneratie en aanzienlijke synergievoordelen. Met een combined ratio van 91% en een rendement op het eigen vermogen dat sectorgenoten overstijgt, bewijst het management een focus op winstgevendheid boven volume. De solide Solvency II-positie van 203% waarborgt de houdbaarheid van het progressieve dividend, terwijl het gerichte aandeleninkoopprogramma de koersdruk door het belang van Aegon effectief neutraliseert. De huidige waardering oogt als een eerlijke prijs voor een groeiende en stabiele verzekeraar. Het bedrijf kent een paar risico's, waaronder macro-economische schommelingen en een competitieve markt, maar de kwaliteit van management en bijbehorende kapitaaldiscipline maken a.s.r. een waardevolle toevoeging.

We nemen het bedrijf op in de portefeuille.