

KLAUS SCHLOTE

TEL.: +49 (0) 6131 – 48 60 651

KSCHLOTE@SOLVENTIS.DE

DENNIS WATZ

TEL.: +49 (0) 6131 – 48 60 652

DWATZ@SOLVENTIS.DE

ULF VAN Lengerich

TEL.: +49 (0) 6131 – 48 60 654

ULENGERICH@SOLVENTIS.DE

NICO LÖCHNER

TEL.: +49 (0) 6131 – 48 60 653

NLOECHNER@SOLVENTIS.DE

# NÜRNBERGER Beteiligungs-AG

**Erhöht nach einem guten Jahr die Dividende um 10% auf 3,30 €**

## Kaufen (Kauf)

Kursziel	<b>80,00 € (79,50 €)</b>
Kurspotential	14,3%
Kurs (24.04.2020)	70,00 €
ISIN	DE0008435967
Marktkapitalisierung	806,4 Mio. €
Anzahl Aktien	11,52 Mio.
Marktsegment	Scale
Homepage	www.nuernberger.de

## Kennzahlen und Prognosen

	2019	2020e	2021e	2022e
Bruttobeuräge (Mrd. €)	3,52	3,50	3,57	3,64
Ergebnis n. G. (Mio. €)	103,3	101,2	108,1	117,4
Konzern-JÜ (Mio. €)	67,4	68,1	72,7	79,2
Ergebnis je Aktie (€)	5,85	5,91	6,31	6,88
Dividende je Aktie (€)	3,30	3,30	3,30	3,45
Buchwert je Aktie (€)	73,41	76,11	79,51	83,63
KGV	11,5	11,8	11,1	10,22
Kurs/Buchwert	0,92	0,92	0,89	0,85
ROE	8,0%	7,8%	7,9%	8,2%
Dividendenrendite	4,9%	4,7%	4,7%	4,9%

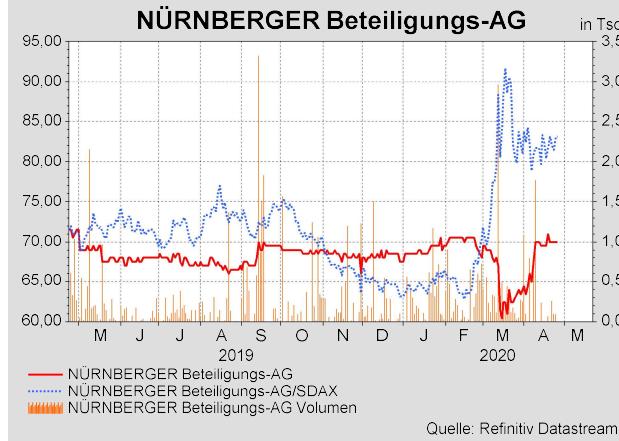
n. G. = normale Geschäftstätigkeit

Die NÜRNBERGER Beteiligungs-AG (NBG) schloss das Gj. 2019 erfolgreich ab. Die gebuchten Bruttobeuräge konnten um 1,1% auf 3.515,3 Mio. € (Vj. 3.478,1 Mio. €) gesteigert werden. Trotz des verhaltenen Wachstums konnte die NBG das Ergebnis aus normaler Geschäftstätigkeit um 9,2% auf 103,3 Mio. € erhöhen. Rückläufig war dagegen das Ergebnis vor Steuern, das auf 81,3 Mio. € (Vj. 94,6 Mio. €) zurückging. Ausschlaggebend dafür waren Strukturmaßnahmen, die im a. o. Ergebnis (-22,1 Mio. €, Vj. 2,6 Mio. €) enthalten waren. Aufgrund eines einmaligen Steuereffekts kam es beim Konzernergebnis dennoch zu einem deutlichen Anstieg auf 67,4 Mio. € (Vj. 58,8 Mio. €). Dies entspricht einem EPS von 5,85 € je Aktie (Vj. 5,10 €). Der Dividendenvorschlag sieht eine Dividende von 3,30 € vor. Das sind 10% mehr als im Vorjahr. Wir bestätigen unsere Kaufempfehlung mit einem leicht erhöhten Kursziel von 80,00 € je Aktie.

Der Konzernumsatz der NBG stieg um 3,7% auf 4.576 Mio. € (Vj. 4.404 Mio. €). Das Wachstum wurde dabei von allen drei Komponenten (gebuchte Bruttobeuräge, Erträge aus Kapitalanlagen und Provisionserlöse) getragen. Den größten Beitrag leisteten die Erträge aus Kapitalanlagen, die um 14,0% auf 1.001 Mio. € (Vj. 878 Mio. €) zulegten. Die Provisionserlöse (51 Mio. €, Vj. 48 Mio. €) verzeichneten einen Anstieg von 7,3%.

Auf Segmentebene gab es hingegen unterschiedliche Entwicklungen. Während das Segmentergebnis der Leben um 7,5% auf 40,7 Mio. € zurückging, verzeichneten die anderen drei Segmente einen Anstieg des Ergebnisses. Besonders überzeugte dabei das Segment Bankdienstleistungen, das das Ergebnis um 65,9% auf 6,8 Mio. € steigern konnte. Die Segmente Schaden und Kranken kamen auf ein Ergebnis von 25,8 Mio. € (7,9% yoy) bzw. 5,0 Mio. € (11,1% yoy).

Aufgrund der Coronakrise fällt es jedem Unternehmen schwer, eine belastbare Guidance zu geben. Ohne Coronavirus-Effekte erwartet die NBG einen leichten Anstieg der Bruttobeuräge und des Neugeschäfts. Unter dem Strich soll das Konzernergebnis (vor Minderheiten) deutlich höher ausfallen. Die Planung beruht auf folgenden Annahmen: ein wenig verändertes Zinsumfeld, eine durchschnittlich positive Entwicklung am Aktienmarkt, keine nennenswerten Schuldnerausfälle sowie ein stabiler Verlauf der versicherungstechnischen Ergebnisquellen. Ergebnistreiber sollen dabei Bewertungsreserven und die Geschäftsaufnahme der NÜRNBERGER Asset Manager GmbH (NAM) sein. Auch in der Vergangenheit konnte die NBG in Krisenzeiten überzeugen, so war das Konzernergebnis während der Finanzkrise 2008 und 2009 mit 32 Mio. € bzw. 41 Mio. € jeweils positiv. Dabei handelt es sich um IFRS-Zahlen. Seit 2016 bilanziert die NBG nach HGB.



## Finanzkalender

- 29.04.2020: Hauptversammlung
- 05.05.2020: Dividendenauszahlung
- 17.09.2020: Halbjahresfinanzbericht

BITTE BEACHTEN SIE UNSEREN DISCLAIMER AB SEITE 17

## Auswirkungen von Covid-19 auf die NÜRNBERGER

Auch die Versicherungsbranche leidet unter den Folgen von Covid-19. Im Gegensatz zu vielen anderen Branchen sind die Versicherungen jedoch besser für eine solche Krise gerüstet. Dies hat folgende Gründe:

- Das Geschäftsmodell von Versicherungen ist auf langfristige Vertragsbeziehungen ausgelegt.
- Es ist gesetzlich vorgeschrieben, dass sich Versicherungen mit dem Business Continuity Management (BCM) fortlaufend auf Krisensituationen vorbereiten müssen.
- Im Gegensatz zum produzierenden Gewerbe können Versicherungsangestellte relativ gut von zu Hause arbeiten. Aktuell arbeiten rund 80% der NÜRNBERGER-Belegschaft von zu Hause.

Jedoch merkt auch die NÜRNBERGER die Auswirkung der Krise in den einzelnen Bereichen (Kapitalanlage und Vertrieb) und Sparten (Leben und Schaden).

### Kapitalanlagen

Die Folgen der Preisrückgänge an den Finanzmärkten bekommt auch die NÜRNBERGER zu spüren. Dank ihres umfassenden Risikomanagementsystems war die NÜRNBERGER jedoch sehr gut auf die Krise vorbereitet und konnte schnell handeln. Dadurch hielten sich die Verluste der Kapitalanlagen in Grenzen. Das schnelle Handeln wird bei der Entwicklung der Aktienquote sichtbar. In einem Interview bezifferte Vorstandsvorsitzender Armin Zitzmann diese aktuell auf rund 1%, nachdem diese Anfang des Jahres noch bei knapp 10% gelegen hatte. Die Reduzierung der Aktienquote erfolgte bereits vor dem Beginn der Krise.

### Vertrieb

Am drastischsten sind die Auswirkungen auf den Vertrieb. Persönliche Kundentermine wurden auf ein Minimum reduziert und Präsenzveranstaltungen, Messen und Workshops wurden komplett eingestellt. Der Vertrieb erfolgt zurzeit überwiegend über Telefon, E-Mails und Videoberatung. Hilfreich sind dabei die digitalen Vertrieb-Tools, die einen Vertragsabschluss ohne persönlichen Kontakt ermöglichen. Dennoch erwartet die NÜRNBERGER vor allem im April einen Einbruch beim Neugeschäft, der über alle Geschäftssegmente hinweg im Q2'2020 rund 50% betragen soll.

### Schaden

Das ausbleibende Neugeschäft führt im Segment Schaden zu Beitragsrückgängen im gewerblichen Bereich aber auch bei der Kfz-Versicherung. Aufgrund des rückläufigen Verkehrs rechnet die NÜRNBERGER mit weniger Schäden. Bei den Umsatzpoliken soll es wegen der Nachverrechnung erhebliche Prämienrückgänge geben. Gleicher gilt für die Jahresabrechnungen in der gewerblichen Haftpflichtversicherung. Einbrechende Umsatzzahlen oder sinkende Lohn- und Gehaltssummen führen hier zu hohen Rückerstattungen. In Summe werden die Einbußen im Neu- und Bestandsgeschäft mindestens 20 Mio. € betragen. Belastend wirkt sich auch die Einigung bei der Betriebsschließungsversicherung in Bayern aus. Der Schadens-Vorstand Peter Maier rechnet hier mit Zahlungen in zweistelliger Millionenhöhe.

### **Lebensversicherung**

Die Lebensversicherung ist sehr gut für die aktuelle Krise aufgestellt. Dies zeigt die Solvenzquote, die sogar ohne Anwendung von Übergangsmaßnahmen bei 343% (Vj. 372%) lag. Nach ersten Berechnungen gab es auch im Laufe des März 2020 noch eine deutliche Überdeckung bei den Solvenzkapitalanforderungen. Doch Covid-19 wirkt sich natürlich auf den Bestand und das Neugeschäft der NÜRNBERGER Lebensversicherung (NLV) aus. So schätzt die NLV, dass das Neugeschäft in der bAV im Q2'2020 um ca. 70 % und im Privatgeschäft um ca. 50 % fallen wird. Die Kunden möchte die NÜRNBERGER in der Covid-19 Krise unterstützen und mit einer Reihe von Erleichterungen entgegenkommen.

Infos zu den einzelnen Versicherungen finden sich auf der Webseite der NÜRNBERGER Versicherung: [www.nuernberger.de/corona/](http://www.nuernberger.de/corona/).

Eine Aussetzung der Dividende ist aktuell kein Thema. Wir erwarten nicht, dass die deutschen Aufsichtsbehörden die gleichen Maßnahmen vorschlagen werden wie bei den Banken. In Einzelfällen kann es jedoch zur Aussetzung der Dividenden kommen. Dies wäre der Fall, wenn sich die Solvenzquote kritischen Schwellenwerten nähert. Von diesen ist die NBG jedoch noch weit entfernt. Aktuell geht die NBG davon aus, dass die Hauptversammlung als Präsenzveranstaltung am 29.04.2020 in Nürnberg stattfinden wird.

Die Auswirkungen auf das Konzernergebnis sind aktuell sehr schwer abzuschätzen. Ein rückläufiges Neugeschäft wirkt sich kurzfristig positiv aus, da Neuverträge im ersten Jahr Geld kosten und erst in der Folgezeit Erträge abwerfen.

### **Gründung der NÜRNBERGER Asset Management GmbH (NAM)**

Zum 01.01.2020 hat die NBG die NÜRNBERGER Asset Management GmbH gegründet. Bei der NAM handelt es sich um einen Finanzdienstleister, der die strategische Asset-Allokation für den gesamten Konzern übernimmt. Zu den Aufgaben gehören die Vermögensanlage und Vermögensverwaltung. Insgesamt werden sich die AuM in diesem Jahr auf 23 Mrd. € belaufen, davon entfallen ~20 Mrd. € auf Leben. Für die AuM erhält die NAM eine Provision, die je nach Asset-Klasse unterschiedlich ist. Anders als z.B. im Bereich Leben spielen Themen, Asset Liability betreffend, bei der NAM keine Rolle: Ein Asset Manager hat keine Passivseite. In der Berichterstattung erhält die NAM kein eigenes Segment, sondern wird im Segment Sonstiges und Konsolidierung ausgewiesen.

**Die Digitalisierung soll Nutzen, Servicequalität und Effizienz steigern**

Weiter im Mittelpunkt steht bei der NÜRNBERGER das Thema Digitalisierung. In den Segmenten Leben und Schaden werden neue Bestandsführungssysteme implementiert. Dies ermöglicht die Entwicklung modernerer und flexiblerer Produkte. Die alten Systeme werden dabei durch neue Client/Server-basierte Systeme ersetzt. Der Vorstandsvorsitzende Dr. Armin Zitzmann ist davon überzeugt, dass die hohen Investitionen sich langfristig bezahlt machen. Ziel ist es, die Prozesse zu standardisieren, automatisieren, beschleunigen und zu verschlanken. Ein Beispiel dafür ist der klassische Vertrieb: Hier wird es möglich sein, beim Kunden vor Ort die passenden Policien in Echtzeit zu erstellen. Eine weitere wichtige Änderung wird die Bearbeitung einfacher Geschäftsvorfälle sein, die dann vom Kunden selbst oder dem Vermittler übernommen werden können und damit den Prozess beschleunigen.

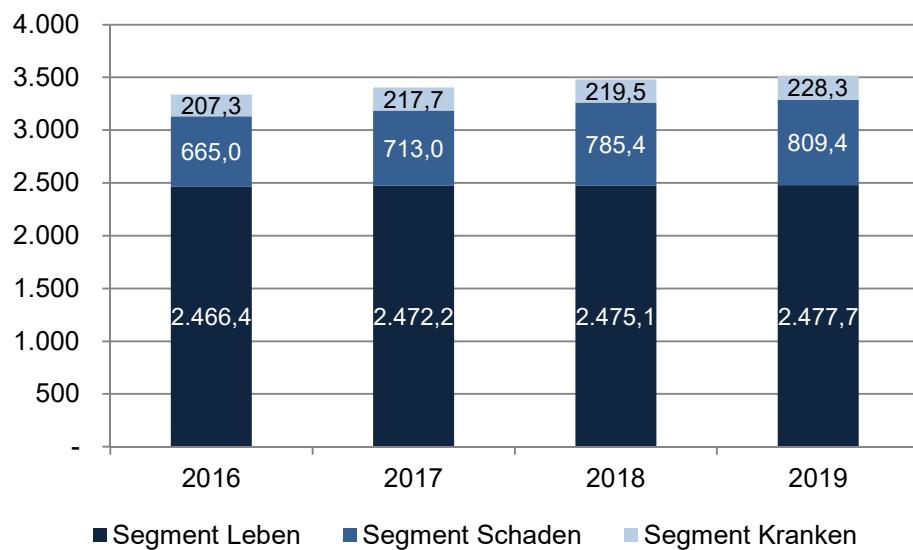
Bei digitalen Lebensversicherungsprodukten sieht sich NÜRNBERGER als Vorreiter. Hier bietet die Tochter NÜRNBERGER evo-X GmbH eine digitale Grundfähigkeitsversicherung an. Auch in der Startup-Szene ist die NBG aktiv und bringt sich beim InsureTech Hub Munich und dem ZOLLHOF in Nürnberg ein.

## Finanzen Konzern

### GuV

In 2019 konnte die NBG die **gebuchten Bruttobeiträge** auf Konzernebene um 1,1% auf 3.515,3 Mio. € steigern. Die Beiträge verteilten sich wie folgt: Segment Leben 2.477,7 Mio. €, Segment Schaden 809,4 Mio. € und Segment Kranken 228,3 Mio. €. Die **verdienten Beiträge f. e. R.** (für eigene Rechnung) wuchsen ebenfalls um 1,1% auf 3.251,5 Mio. € (Vj. 3.216,9 Mio. €).

### NÜRNBERGER: gebuchte Bruttobeiträge in Mio. €



Quelle: Solventis Research, NÜRNBERGER Beteiligungs-AG

Nach einem Rückgang 2018 stiegen die **Beiträge aus der Rückstellung für Beitragsrückerstattung** 2019 wieder auf 111,6 Mio. € (Vj. 94,5 Mio. €). Die **Aufwendungen für Versicherungsfälle f. e. R.** fielen 2019 mit 2.469,6 Mio. € (Vj. 2.290,9 Mio. €) erneut höher aus. Dazu trug das Segment Leben mit zusätzlichen Aufwendungen i. H. v. 162,6 Mio. € bei.

Die **Veränderung der übrigen versicherungstechnischen Netto-Rückstellungen** betrugen nach +448,5 Mio. € im Vj. nun -2.074,6 Mio. €: Für die konventionellen und fondsgebundenen Versicherungen mussten höhere Deckungsrückstellungen gebildet werden. Die Brutto-Deckungsrückstellungen für fondsgebundene Versicherung stiegen auf 1,5 Mrd. € (Vj. 1,1 Mrd. €). Das hat auf das Ergebnis keine Auswirkung, da es dazu mit den realisierten und nicht realisierten Gewinnen/Verlusten aus Kapitalanlagen der fondsgebundenen Versicherungen eine gegenläufige Position gibt. Die gestiegenen Rückstellungen sind auf die Wertsteigerungen bei den Investmentfonds zurückzuführen. Für das konventionelle Geschäft wurden Brutto-Deckungsrückstellungen von 556,7 Mio. € (Vj. 623,0 Mio. €) gebildet. Die Zinszusatzreserve ist dabei für rund 145,9 Mio. € (Vj. 61,3 Mio. €) verantwortlich. Insgesamt belaufen sich die Rückstellungen für die Zinszusatzreserve nun auf 1.219,2 Mio. € (Vj. 1.073,3 Mio. €).

Die **Aufwendungen für die Beitragsrückerstattung f. e. R.** sanken um 21,7% auf 351,6 Mio. €. Dazu beigetragen haben u.a. die niedrigeren Rückstellungen für latente Beitragsrückerstattungen (1,6 Mio. €, Vj. 22,3 Mio. €).

Infolge der Zunahme des Neugeschäfts stiegen die Abschlussaufwendungen 2019 um 19,5 Mio. €. Nahezu unverändert blieben hingegen die Verwaltungsaufwendungen mit 213,6 Mio. € (Vj. 212,7 Mio. €). Insgesamt beliefen sich die **Aufwendungen für den Versicherungsvertrieb f. e. R.** auf 582,9 Mio. € (Vj. 558,9 Mio. €).

Die **sonstigen versicherungstechnischen Erträge f. e. R.** gingen auf 12,3 Mio. € (Vj. 20,1 Mio. €) zurück. Dem standen **versicherungstechnische Aufwendungen f. e. R.** von 38,6 Mio. € gegenüber (Vj. 42,7 Mio. €).

Die **Schwankungsrückstellung** und **ähnliche Rückstellungen** wuchsen mit 20,1 Mio. € (Vj. 15,7 Mio. €) erneut an. Dies ist auf eine unterdurchschnittliche (Beobachtungszeitraum: 15 Jahre) Schadensquote bei den Schadensversicherungen zurückzuführen.

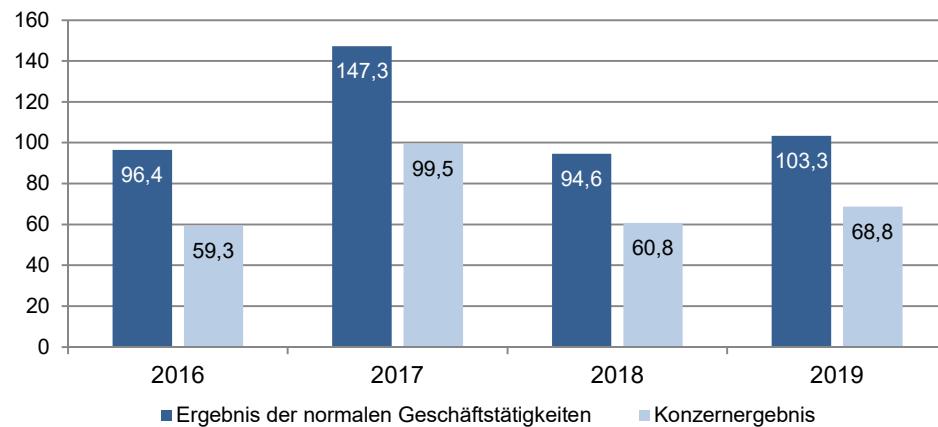
Das **Ergebnis aus Kapitalanlagen** sprang um 21,8% auf 894,4 Mio. €. Ursächlich dafür waren höhere Nettoerträge aus Kapitalanlagen der fondsgebundenen Versicherungen. Aufgrund der positiven Entwicklung der Finanzmärkte stiegen auch die **nicht realisierten Gewinne/Verluste aus Kapitalanlagen der fondsgebundenen Versicherung** (1.391,5 Mio. €, Vj. -1.050,4 Mio. €). Bei den gegenläufigen Positionen kam es zu deutlichen Rückgängen.

Das versicherungstechnische Ergebnis belief sich bei dem Schaden- und Unfallversicherungsgeschäft auf 24,9 Mio. € (Vj. 23,1 Mio. €) und bei dem Lebens- und Krankenversicherungsgeschäft auf 49,6 Mio. € (46,3 Mio. €). In Summe betrug das **versicherungstechnische Ergebnis** 74,5 Mio. € (Vj. 69,3 Mio. €).

Nahezu unverändert waren die **sonstigen Erträge**, u.a. Provisionserlöse, mit 143,7 Mio. € (Vj. 144,6 Mio. €). Eine leichte Zunahme gab es hingegen bei den **sonstigen Aufwendungen** (u.a. Personalaufwand aus Nicht-Versicherungsunternehmen) (163,8 Mio. €, Vj. 155,9 Mio. €). Die planmäßige **Abschreibung auf Geschäfts- und Firmenwerte** lag unverändert bei 0,6 Mio. €.

Nach einem deutlichen Rückgang im Vorjahr, kam es 2019 zu einer Verbesserung des **Ergebnisses der normalen Geschäftstätigkeiten** auf 103,3 Mio. € (Vj. 94,3 Mio. €). Das außerordentliche Ergebnis ging hingegen von 2,6 Mio. € auf -22,1 Mio. € zurück. Ursache dafür waren einmalige Aufwendungen (Zentralisierung, Digitalisierung) für Strukturmaßnahmen im Vertrieb. Dies führte dazu, dass das **Ergebnis vor Steuern** (EBT) mit 81,3 Mio. € unterhalb des Vj. (97,3 Mio. €) lag. Infolge des geringeren EBT, einem Steuerertrag aus der Anrechnung ausländischer Quellensteuer und der Aktivierung steuerlicher Verlustvorräte reduzierten sich die Steueraufwendungen auf 12,5 Mio. € (Vj. 36,4 Mio. €). Daraus ergibt sich eine Steuerquote von 15,4% (Vj. 37,4%). Vor Minderheiten ergab dies ein Konzernergebnis von 68,8 Mio. € (Vj. 60,8 Mio. €). Der Konzernjahresüberschuss (inkl. Minderheiten) betrug 67,4 Mio. € nach 58,8 Mio. € in 2018.

**NÜRNBERGER: Ergebnis der normalen Geschäftstätigkeit und Konzernergebnis in Mio. €**



Quelle: Solventis Research, NÜRNBERGER Beteiligungs-AG

**NÜRNBERGER: Ertragslage des Konzerns in Mio. €**

	2019	2018	yoY
<b>Gebuchte Bruttobeiträge</b>	<b>3.515,3</b>	<b>3.478,1</b>	<b>1,1%</b>
<b>Verdiente Beiträge f. e. R.</b>	<b>3.251,5</b>	<b>3.216,9</b>	<b>1,1%</b>
Beiträge aus der Rückstellung für Beitragsrückerstattung	111,6	94,5	18,1%
Nettoerträge aus Kapitalanlagen der konventionellen Versicherung	725,4	730,3	-0,7%
Nettoerträge aus Kapitalanlagen der fondsgebundenen Versicherung	170,8	6,1	2.700,0%
Nicht realisierte Gewinne/Verluste aus Kapitalanlagen der fondsgebundenen Versicherung	1.391,5	-1.050,4	232,5%
Technischer Zinsertrag aus der Schaden- und Unfallversicherung	-1,8	-1,8	0,0%
Sonstige Versicherungstechnische Erträge f. e. R.	12,3	20,1	-38,8%
Aufwendungen für Versicherungsfälle f. e. R.	-2.469,6	-2.290,9	-7,8%
Veränderung der übrigen versicherungstechnischen Netto-Rückstellungen	-2.074,6	448,5	-562,6%
Aufwendungen für Beitragsrückerstattung f. e. R.	-351,6	-449,3	21,7%
Aufwendungen für den Versicherungsbetrieb f. e. R.	-582,9	-558,9	-4,3%
Sonstige versicherungstechnische Aufwendungen f. e. R.	-38,6	-42,7	9,6%
Veränderung der Schwankungsrückstellung und ähnlicher Rückstellungen	-20,1	-15,7	-28,0%
Sonstige Erträge	143,7	144,6	-0,6%
Sonstige Aufwendungen	-163,8	-155,9	-5,1%
Abschreibungen auf den Geschäfts- oder Firmenwert	-0,6	-0,6	0,0%
<b>Ergebnis der normalen Geschäftstätigkeit</b>	<b>103,3</b>	<b>94,6</b>	<b>9,2%</b>
Außerordentliches Ergebnis	-22,1	2,6	-950,0%
<b>Ergebnis vor Steuern</b>	<b>81,3</b>	<b>97,3</b>	<b>-16,4%</b>
Steuern	-12,5	-36,4	-65,7%
<b>Konzernergebnis</b>	<b>68,8</b>	<b>60,8</b>	<b>13,2%</b>
<b>Konzernüberschuss (nach Minderheiten)</b>	<b>67,4</b>	<b>58,8</b>	<b>14,6%</b>

Quelle: Solventis Research, NÜRNBERGER Beteiligungs-AG

## Bilanz

Die **Konzernbilanzsumme** nahm im vergangenen Jahr um 7,2% auf 32,9 Mrd. € (Vj. 30,7 Mrd. €) zu.

Die **Kapitalanlagen** der konventionellen Versicherung erhöhten sich um 3,1% auf 21,9 Mrd. € (Vj. 21,3 Mrd. €). Innerhalb der Position gab es folgende Änderungen:

### NÜRNBERGER: Kapitalanlagen der konventionellen Versicherung in Mio. €

	2019	2018	in %
Grundstücke, Immobilien	593,1	630,4	-5,9%
Kapitalanlagen in verbundenen Unternehmen/Beteiligungen	334,5	310,2	7,8%
Aktien, Anteile, andere nicht verzinsliche Wertpapiere	5167,4	4786,7	8,0%
Inhaberschuldverschreibungen/festverzinsliche Wertpapiere	7397,0	7066,5	4,7%
Hypotheken-, Grundschuld-, Rentenschuldforderungen	297,5	320,7	-7,2%
Sonstige Ausleihungen	7439,0	7498,9	-0,8%
Einlagen bei Kreditinstituten	101,9	126,4	-19,4%
Andere Kapitalanlagen	593,0	531,4	11,6%

Quelle: Solventis Research, NÜRNBERGER Beteiligungs-AG

Wesentlich höher war hingegen der Anstieg bei den **Kapitalanlagen der fondsgebundenen Versicherung** mit 18,5% auf 9,7 Mrd. €.

Zu den weiteren relevanten Aktiv-Positionen gehören die **liquiden Mittel** mit 415,3 Mio. € (Vj. 375,8 Mio. €) und **Forderungen** von 355,1 Mio. € (Vj. 370,4 Mio. €).

Das **Konzerneigenkapital** nahm 2019 um 3,8% auf 862,4 Mio. € (Vj. 830,7 Mio. €) zu. Dies entspricht einer Eigenkapitalquote von 2,6% (Vj. 2,7%). Nach wie vor weist der Konzern **nachrangige Verbindlichkeiten** von 7,0 Mio. € (Vj. 7,0 Mio. €) aus. Die Verbindlichkeiten ggü. Kreditinstituten gingen um 0,5 Mio. € auf 21,7 Mio. € zurück.

Die **versicherungstechnischen Rückstellungen** beliefen sich auf 20,6 Mrd. € (Vj. 20,0 Mrd. €). Die Position setzt sich wie folgt zusammen:

### NÜRNBERGER: versicherungstechnischen Rückstellungen in Mio. €

	2019	2018	in %
Beitragsüberträge	161,5	169,3	-4,6%
Deckungsrückstellungen	17.195,8	16.637,2	3,4%
Rückstellungen für nicht abgewickelte Versicherungsfälle	1.342,9	1.353,4	-0,8%
Rückstellungen für erfolgsabhängige/-unabhängige Beitragsrückerstattung	1.694,5	1.673,8	1,2%
Schwankungsrückstellungen und ähnliche Rückstellungen	130,7	110,6	18,2%
Sonstige versicherungstechnische Rückstellungen	56,8	52,2	8,8%

Quelle: Solventis Research, NÜRNBERGER Beteiligungs-AG

Die Deckungsrückstellungen und übrige **versicherungstechnische Rückstellungen aus fondsgebundenen Versicherungen** stiegen um 18,5% auf 9,7 Mrd. € (Vj. 8,2 Mrd. €).

Infolge der weiter fallenden Zinsen nahmen die **Pensionsrückstellungen** um 7,7% auf 165,3 Mio. € zu. Außerdem gibt es noch außerbilanzielle Pensionsverpflichtungen von 246,6 Mio. € (Vj. 234,3 Mio. €). Ein weiterer nennenswerter Passiv-Posten sind die **sonstigen Verbindlichkeiten** mit 476,6 Mio. € (Vj. 441,3 Mio. €).

### Kapitalflussrechnung

Der **Cashflow aus den laufenden Geschäftstätigkeiten verbesserte** sich 2019 deutlich auf 239,6 Mio. € (Vj. -172,0 Mio. €). Wesentlicher Treiber für den Swing war das geringere Working Capital.

Aufgrund von Netto-Investitionen i. H. v. 128,7 Mio. € in Kapitalanlagen der fondgebundenen Versicherung stiegen die Investitionen 2019 erheblich. Insgesamt beliefen sich die **Investitionen** des Konzerns auf 158,7 Mio. € (Vj. -29,3 Mio. €).

Der **Cashflow aus Finanzierungstätigkeiten** war mit -41,5 Mio. € (Vj. -40,8 Mio. €) nahezu unverändert. Der Großteil des Mittelabflusses ist wie in den letzten Jahren auf die Dividendenzahlung zurückzuführen (34,6 Mio. €).

## Segmente

### Segment Leben

Die **gebuchten Bruttobeiträge** blieben mit 2.477,7 Mio. € (Vj. 2.475,1 Mio. €) nahezu unverändert. Eine leichte Zunahme gab es hingegen bei den Neubeiträgen, die von 430,1 Mio. € auf 452,6 Mio. € zulegten. Haupttreiber waren die **laufenden Beiträge**, die in Deutschland um 5,6% auf 154,9 Mio. € anzogen. Die **Versicherungssumme** des Bestands erhöhte sich um 1,7% auf 150,0 Mrd. €, während die Anzahl der Verträge erneut leicht zurückgingen. Auf der Kostenseite verbesserte sich die Abschlusskostenquote (D) von 6,5% auf 6,2%. Gegenläufig entwickelte sich die Verwaltungsquote (D), die sich um 10 Basispunkte auf 3,6% erhöhte.

Das **Gesamtergebnis** des Segments verbuchte einen Rückgang von 20,7% auf 375,2 Mio. €. Ursächlich waren niedrigere Nettoerträge aus den Kapitalanlagen des konventionellen Geschäfts und höhere Aufwendungen für die Zinszusatzreserve. Die Nettoverzinsung der Kapitalanlagen belief sich auf 3,4% (Vj. 3,5%). Gleichzeitig verzeichnete das Segment deutlich geringere Zuführungen zur Rückstellung für Beitragsrückerstattung (334,6 Mio. €, Vj. 429,4 Mio. €). In Summe ergibt sich ein **Segmentergebnis** von 40,7 Mio. € (Vj. 44,0 Mio. €), das über der Guidance von 38 Mio. € lag.

Die NLV ist finanziell weiterhin gut aufgestellt, die Solvenzquote ohne Übergangsmaßnahmen betrug Ende 2019 343% (Vj. 372%). Der leichte Rückgang der Solvenzquote beruht auf den gesunkenen Zinsen. Dieser Effekt konnte nur teilweise durch steigende Aktienmärkte und niedrigere Risikomargen bei den versicherungstechnischen Rückstellungen ausgeglichen werden.

### Segment Schaden

Das Segment Schaden konnte die **gebuchten Bruttobeiträge** um 3,1% auf 809,4 Mio. € steigern. Dank eines guten Kraftfahrtversicherungs-Neugeschäfts wuchs das **Neugeschäft** insgesamt um 11,9% auf 127,9 Mio. €. In den einzelnen Versicherungszweigen kam es überwiegend zu Steigerungen bei den gebuchten

Beiträgen. Einziger Ausreißer war die Rechtsschutzversicherung, bei der jedoch das Geschäftsfeld Straf- und Manager-Rechtsschutz aufgegeben wurde.

### NÜRNBERGER: Kennzahlen Segment Schaden

	Gebuchte Bruttobeiträge in Mio.€			Schaden-Kosten-Quote	
	2019	2018	in %	2019	2018
Unfallversicherung	111,7	111,9	-0,1%	75,7%	83,4%
Haftpflichtversicherung	83,7	82,6	1,4%	57,7%	70,9%
Kraffahrzeug-Haftpflichtversicherung	156,6	147,0	6,5%	91,7%	87,5%
Sonstige Kraftfahrtversicherung	135,1	125,8	7,4%	108,9%	102,2%
Feuer- und Sachversicherung	182,5	171,5	6,4%	96,7%	105,6%
Transport- und Luftfahrtversicherung	20,5	18,7	9,8%	-	-
Rechtsschutzversicherung	85,2	96,6	-11,8%	97,6%	95,5%
Sonstige Versicherungen	34,0	31,3	8,7%	-	-
Gesamtes Versicherungsgeschäft	809,4	785,4	3,1%	91,0%	91,4%

Quelle: Solventis Research, NÜRNBERGER Beteiligungs-AG

Die **Schaden-Kosten-Quote** (S-K-Q) konnte mit 91,0% (Vj. 91,4%) erneut überzeugen und lag auf einem sehr guten Niveau. Der starke Rückgang der S-K-Q in der Haftpflichtversicherung ist auf eine Reserveauflösung zurückzuführen. Das **Segmentergebnis** konnte erneut deutlich verbessert werden und lag mit 25,8 Mio. € (Vj. 23,8 Mio. €) erheblich über der Guidance von 15 Mio. €.

### Segment Kranken

Die **gebuchten Bruttobeiträge** (228,3 Mio. €, Vj. 219,5 Mio. €) legten im Segment Kranken mit 4,0% konzernweit am stärksten zu. Dieser Trend war auch im **Neugeschäft** zu beobachten, welches um 13,3% auf 11,9 Mio. € stieg. Einer der Treiber waren die Krankheitskosten-Vollversicherungen, bei denen das Neugeschäft 0,5 Mio. € höher war als 2018. Das **Gesamtergebnis** des Segments ging aufgrund eines gesunkenen Risikoergebnisses um 5,6% auf 20,4 Mio. € zurück. Trotzdem stieg das **Segmentergebnis** von 4,5 Mio. € auf die prognostizierten 5,0 Mio. €. Dies ist wie schon im Segment Leben auf niedrigere Rückstellungen für Beitragsrückerstattung zurückzuführen.

### NÜRNBERGER: Segmentübersicht

	Segment Leben			Segment Schaden			Segment Kranken		
	2019	2018	yoy	2019	2018	yoy	2019	2018	yoy
<b>Beiträge (in Mio. €)</b>									
Neubeiträge	452,6	430,1	5,2%	127,9	114,3	11,9%	11,9	10,5	13,3%
Gebuchte Bruttobeiträge	2.477,7	2.475,1	0,1%	809,4	785,4	3,1%	228,3	219,5	4,0%
Verdiente Beiträge f. e. R.	2.427,3	2.421,6	0,2%	596,4	578,3	3,1%	227,9	218,8	4,2%
<b>Ertragskennzahlen (in Mio. €)</b>									
Gesamtergebnis	375,2	473,4	-20,7%				20,4	21,6	-5,6%
Ergebnis vor Steuern	46,1	70,3	-34,4%	37,0	33,0	12,1%	7,4	6,8	8,8%
Segmentergebnis	40,7	44,0	-7,5%	25,8	23,9	7,9%	5,0	4,5	11,1%
<b>sonstige Kennzahlen</b>									
Versicherungssumme Bestand (in Mrd. €)	150,0	147,5	1,7%						
Schaden-Kosten-Quote				91,0%	91,4%				
Versicherungsverträge in Tsd.	2.720	2.772	-1,9%	2.849	2.866	-0,6%	423	401	5,5%

Quelle: Solventis Research, NÜRNBERGER Beteiligungs-AG

### Segment Bankdienstleistungen

Die **Provisionserlöse** konnten im vergangenen Jahr von 40,0 Mio. € auf 42,6 Mio. € gesteigert werden. Auch bei den **Nettoerträgen aus Kapitalanlagen** (6,3 Mio. €, Vj. 5,8 Mio. €) **und sonstigen Erträgen** (44,0 Mio. €, Vj. 41,0 Mio. €) kam es zu Verbesserungen. Das **Segmentergebnis** sprang um 65,9% auf 6,8 Mio. €. Damit lag das Ergebnis deutlich oberhalb der Guidance, die ein Ergebnis auf Vorjahresniveau vorsah.

### Guidance des Unternehmens

Das Unternehmen hat die Guidance unter folgenden Annahmen erstellt:

- wenig verändertes Zinsumfeld
- positive Wertentwicklung des Aktienmarktes entsprechend dem langfristigen Durchschnitt, also unterhalb des Vorjahrs
- keine nennenswerte Schuldnerausfälle
- stabiles versicherungstechnisches Ergebnis

Für das **Segment Leben** erwartet die NÜRNBERGER gleichbleibende gebuchte Bruttobeiträge und ein Neugeschäft auf Vorjahresniveau. Diese Guidance gilt unter vorbehaltlicher Auswirkungen des Lebensversicherungsreformgesetz 2. Die Ertragslage in diesem Segment ist vor allem von dem Kapitalmarktfeld geprägt. Unter der Annahme eines ähnlichen Zinsniveaus wird mit einem Rückgang des Nettoertrags aus Kapitalanlagen gerechnet. Aufgrund dieser Erwartungen soll es zu einem spürbaren Rückgang beim Gesamtergebnis und Segmentergebnis (ca. 31 Mio. €, 2019: 40,7 Mio. €) geben.

Im Jahr 2020 geht die NÜRNBERGER im **Segment Schaden** von einer positiven Entwicklung aus. Das Neugeschäft soll erneut deutlich steigen und bei den gebuchten Beiträgen soll es ein spürbares Wachstum geben. Für das versicherungstechnische Ergebnis wird ebenfalls eine Steigerung erwartet. Ein Rückgang wird hingegen beim Nettoertrag aus Kapitalanlagen prognostiziert. Insgesamt soll das Segmentergebnis leicht zunehmen, da einmalige Aufwendungen für Strukturmaßnahmen wegfallen.

Optimistisch ist die NÜRNBERGER für das **Segment Kranken**. Hier soll es eine deutliche Erhöhung des Neugeschäfts und eine erhebliche Steigerung der gebuchten Beiträge geben. Dies soll sich positiv auf das Gesamtergebnis auswirken, das in etwa bei 25 Mio. € liegen soll. Beim Segmentergebnis wird ein Anstieg auf gut 6 Mio. € erwartet.

Für den Bereich **Bankdienstleistungen** wird mit einer spürbaren Verringerung des Zinsergebnisses und der Provisionserlöse gerechnet. Dies wird zu einem Rückgang des Segmentergebnisses auf 4 Mio. € führen.

Auf **Konzernebene** rechnet die NBG mit einem leichten Wachstum bei den gebuchten Erträgen. Auch für das Neugeschäft ist die NBG positiv gestimmt und erwartet einen leichten Anstieg. Insgesamt soll das Konzernergebnis aufgrund von steigenden Erträgen außerhalb der operativen Segmente deutlich höher ausfallen. Die Erträge sollen aus Bewertungsreserven und der Geschäftsaufnahme der NAM kommen.

**NÜRNBERGER: Übersicht Unternehmensprognose**

	<b>Gebuchte Beiträge</b>	<b>Neugeschäft</b>	<b>Ergebnis</b>
Segment Leben	gleichbleibend	auf Vorjahresniveau	31 Mio. €
Segment Schaden	spürbaren Zuwachs	deutliche Steigerung	leicht verbessertes
Segment Kranken	erhebliche Steigerung	deutliche Erhöhung	6 Mio. €
Segment Bankdienstleistungen	Provision: spürbarer Rückgang	Zinsergebnisses: spürbare Verringerung	4 Mio. €
<b>Konzern</b>	<b>leichtes Wachstum</b>	<b>leichter Anstieg</b>	<b>deutliche Erhöhung</b>

Quelle: Solventis Research, NÜRNBERGER Beteiligungs-AG

**Bewertung**

Die NBG hat unsere Schätzungen im vergangenen Jahr übertroffen. Eine positive Überraschung war zudem die Erhöhung der Dividende um 10% auf 3,30 €. Auf Basis der Dividendenpolitik, die eine stabile bzw. steigende Dividende vorsieht, gehen wir davon aus, dass in den nächsten Jahren mindestens eine Dividende von 3,30 € je Aktie ausgeschüttet wird. Zusätzlich zur neuen Mindestdividende (3,30 €) haben wir unsere ROE-Erwartungen angepasst und die Marktrisikoprämie auf 5,75% erhöht. Aufgrund der aktuellen Situation gehen wir davon aus, dass die NBG 2020 allenfalls eine moderate Ergebnissesteigerung erzielen dürfte. Infolge der Anpassungen erhalten wir nach unserem Dividendendiskontierungsmodell einen fairen Wert von **77,91 €** je NBG-Aktie (vorher: 77,30 € je Aktie).

**NÜRNBERGER: Dividendendiskontierungsmodell (DDM)**

	2020e	2021e	2022e	2023e	2024e	2025e	2026e	2027e	2028e	2029e	2030e
<b>Gebuchte Bruttobeiträge (in Mio. €)</b>	<b>3.497,7</b>	<b>3.567,7</b>	<b>3.639,0</b>	<b>3.711,8</b>	<b>3.786,0</b>	<b>3.861,8</b>	<b>3.939,0</b>	<b>3.998,1</b>	<b>4.058,1</b>	<b>4.118,9</b>	<b>4.160,1</b>
Wachstumsrate	-0,5%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	1,5%	1,5%	1,5%	1,0%
<b>Ergebnis der normalen G. (in Mio. €)</b>	<b>101,2</b>	<b>108,1</b>	<b>117,4</b>	<b>123,1</b>	<b>129,1</b>	<b>138,9</b>	<b>147,2</b>	<b>155,6</b>	<b>161,0</b>	<b>166,4</b>	<b>168,0</b>
Wachstumsrate	-2,1%	6,8%	8,7%	4,8%	4,9%	7,6%	6,0%	5,7%	3,5%	3,3%	1,0%
<b>Konzernjahresüberschuss</b>	<b>68,1</b>	<b>72,7</b>	<b>79,2</b>	<b>83,2</b>	<b>87,4</b>	<b>94,3</b>	<b>100,1</b>	<b>106,0</b>	<b>109,8</b>	<b>113,5</b>	<b>114,7</b>
Wachstumsrate	1,0%	6,8%	9,0%	5,0%	5,0%	7,9%	6,1%	5,9%	3,6%	3,4%	1,0%
<b>Ergebnis je Aktie</b>	<b>5,91 €</b>	<b>6,31 €</b>	<b>6,88 €</b>	<b>7,22 €</b>	<b>7,59 €</b>	<b>8,19 €</b>	<b>8,69 €</b>	<b>9,20 €</b>	<b>9,53 €</b>	<b>9,86 €</b>	<b>9,95 €</b>
<b>Dividende je Aktie</b>	<b>3,30 €</b>	<b>3,30 €</b>	<b>3,44 €</b>	<b>3,61 €</b>	<b>3,79 €</b>	<b>4,09 €</b>	<b>4,34 €</b>	<b>4,60 €</b>	<b>4,76 €</b>	<b>4,93 €</b>	<b>4,98 €</b>
<b>Dividende</b>											
Ausschüttungsquote	55,8%	52,3%	50,0%	50,0%	50,0%	50,0%	50,0%	50,0%	50,0%	50,0%	50,0%
Kumulierte EK-Kosten	107,5%	115,5%	124,1%	133,4%	143,3%	154,0%	165,5%	177,9%	191,1%	205,4%	220,7%
Diskontierte Dividenden	3,07 €	2,86 €	2,77 €	2,71 €	2,65 €	2,66 €	2,62 €	2,59 €	2,49 €	2,40 €	2,25 €
Summe Diskontierte Dividenden	29,07 €										
Diskontierte TV	48,84 €										
<b>Fairer Wert der Aktie</b>	<b>77,91 €</b>										

Quelle: Solventis Research, NÜRNBERGER Beteiligungs-AG

Die gleichen Änderungen haben wir auch in unser ERM-Modell eingepflegt. Hier erhalten wir einen fairen Wert von **81,97 €** je Aktie (vorher: 81,76 € je Aktie).

**Wir bestätigen unsere Kaufempfehlung für die NBG-Aktie und erhöhen unser Kursziel um 0,50 € auf 80,00 €.**

**NÜRNBERGER: Excess-Return-Modell (ERM)**

	2020e	2021e	2022e	2023e	2024e	2025e	2026e	2027e	2028e	2029e	2030e
Buchwert EK (zu Beginn des Jahres)	845,7	875,8	910,5	951,7	995,2	1.040,9	1.091,4	1.144,2	1.200,0	1.256,7	1.315,1
Return on Equity	7,9%	8,1%	8,5%	8,5%	8,6%	8,8%	9,0%	9,0%	8,9%	8,8%	8,7%
Konzernjahresüberschuss	68,1	72,7	79,2	83,2	87,4	94,3	100,1	106,0	109,8	113,5	114,7
Eigenkapitalkosten	7,46%	7,46%	7,46%	7,46%	7,46%	7,46%	7,46%	7,46%	7,46%	7,46%	7,46%
Eigenkapitalkosten absolut	63,1	65,4	67,9	71,0	74,3	77,7	81,4	85,4	89,5	93,8	98,1
überschüssiger Ertrag (Excess Return)	5,0	7,3	11,3	12,2	13,1	16,6	18,6	20,6	20,2	19,8	16,5
TV Excess Return											-2,6
Kumulierte Eigenkapitalkosten	107,5%	115,5%	124,1%	133,4%	143,3%	154,0%	165,5%	177,9%	191,1%	205,4%	220,7%
Barwert Excess Return	4,6	6,4	9,1	9,1	9,2	10,8	11,3	11,6	10,6	9,6	7,5
Thesaurierungsrate	44,2%	47,7%	49,8%	49,9%	49,9%	49,9%	49,8%	49,9%	49,8%	49,9%	49,9%
Thesaurierung	30,1	34,7	39,5	41,5	43,6	47,1	49,9	52,9	54,7	56,6	57,2
Ausschüttung	38,0	38,0	39,7	41,7	43,8	47,2	50,2	53,1	55,1	56,9	57,5
<b>EPS</b>	<b>5,91 €</b>	<b>6,31 €</b>	<b>6,88 €</b>	<b>7,22 €</b>	<b>7,59 €</b>	<b>8,19 €</b>	<b>8,69 €</b>	<b>9,20 €</b>	<b>9,53 €</b>	<b>9,86 €</b>	<b>9,95 €</b>
<b>DPS</b>	<b>3,30 €</b>	<b>3,30 €</b>	<b>3,45 €</b>	<b>3,62 €</b>	<b>3,80 €</b>	<b>4,10 €</b>	<b>4,36 €</b>	<b>4,61 €</b>	<b>4,78 €</b>	<b>4,94 €</b>	<b>4,99 €</b>
eingesetztes Kapital	845,7										
Summe Barwerte Excess Return	99										
Wert des EK	944										
Anzahl Aktien (in Mio.)	11,52										
<b>Wert pro Aktie</b>	<b>81,97 €</b>										

Quelle: Solventis Research, NÜRNBERGER Beteiligungs-AG

**NÜRNBERGER: Sensitivitätsanalyse EK-Kosten (vertikal) und ewiges Wachstum (horizontal) in € je Aktie**

	0,50%	0,75%	1,00%	1,25%	1,50%
<b>6,96%</b>	89,82	89,99	90,17	90,37	90,58
<b>7,21%</b>	85,75	85,82	85,90	85,98	86,08
<b>7,46%</b>	81,98	81,97	81,97	81,96	81,96
<b>7,71%</b>	78,48	78,42	78,34	78,27	78,18
<b>7,96%</b>	75,24	75,12	74,99	74,86	74,71

Quelle: Solventis Research, NÜRNBERGER Beteiligungs-AG

**Peergroup-Vergleich**

Ein detaillierter Peergroup-Vergleich ist aus unserer Sicht nicht sinnvoll. Zum einen gibt es aufgrund der unterschiedlichen Rechnungslegungen (IFRS oder HGB) deutliche Unterschiede bei der Bilanzierung. Zum anderen sind die meisten Peers auch in Regionen außerhalb von Deutschland und Österreich aktiv.

**NÜRNBERGER: Peergroup-Vergleich**

Ticker	Kurs		KGV 2019	KGV 2020e	KGV 2021e	Kurs/		Kurs/		Kurs/		Dividenden rendite 2020e
	24.04.2020	Währung				Buchwert 2019	Buchwert 2020e	Buchwert 2020e	Buchwert 2021e	Buchwert 2021e	Buchwert 2021e	
AXA SA	14,56	EUR	16,5	5,5	5,1	0,9	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5	5,7%
Allianz SE	155,76	EUR	11,6	8,7	7,6	1,2	0,9	0,9	0,8	0,8	0,8	4,4%
Wuestenrot & Wuerttembergische AG	15,10	EUR	7,3	6,2	5,8	0,4	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	3,4%
Talanx AG	30,06	EUR	12,1	8,7	7,4	1,1	0,7	0,7	0,7	0,7	0,7	3,4%
Zurich Insurance Group AG	272,61	EUR	14,8	11,2	9,6	1,7	1,3	1,3	1,2	1,2	1,2	5,6%
UNIQA Insurance Group AG	6,20	EUR	12,0	11,1	7,2	0,8	0,6	0,6	0,5	0,5	0,5	2,0%
Swiss Life Holding AG	306,33	EUR	13,3	8,5	8,0	1,0	0,6	0,6	0,6	0,6	0,6	4,5%
Durchschnitt (ungewichtet)			12,5	8,6	7,2	1,0	0,7	0,7	0,7	0,7	0,7	4,1%
MEDIAN			12,1	8,7	7,4	1,0	0,6	0,6	0,6	0,6	0,6	4,4%
NÜRNBERGER Beteiligungs-AG*	70,00	EUR	11,5	11,8	11,1	0,9	0,9	0,9	0,9	0,9	0,9	4,7%
Abweichung vom Median			-4,7%	36,1%	49,9%	-5,6%	43,9%	44,0%	44,0%	44,0%	44,0%	7,2%

Quelle: Solventis Research, NÜRNBERGER Beteiligungs-AG

Im Vergleich zu den Peers ist das KGV der NBG höher. Dies lässt sich damit begründen, dass der Gewinn nach HGB geringer ausfällt als nach IFRS, was tendenziell zu höheren KGVs bei den Unternehmen führt, die nach HGB bilanzieren.

Nach dem es in der Vergangenheit bei der NBG noch einen Abschlag auf die KBV's der Peers gab, gibt es zurzeit einen deutlichen Aufschlag. Ein Grund dafür sind die höheren Kursverluste bei den Peers.

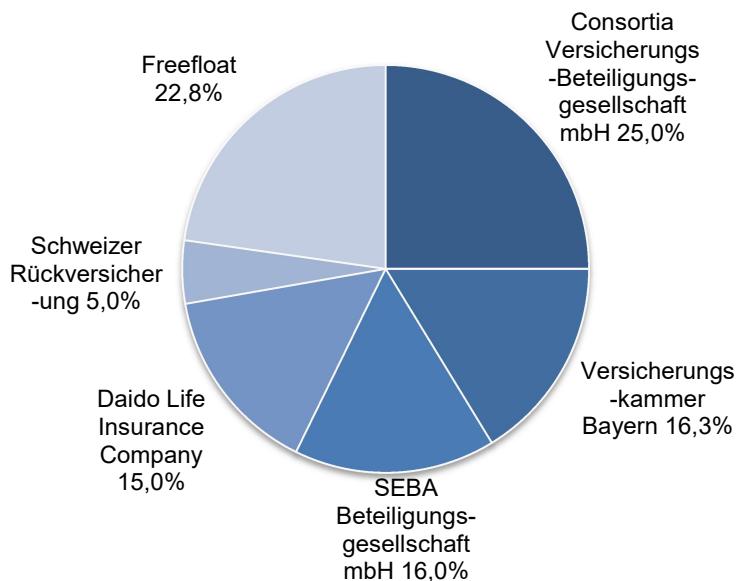
### **Fazit**

Die NÜRNBERGER Versicherung gibt es schon seit mehr als 100 Jahren und hat bis jetzt jede Krise überstanden. Dazu gehörte auch die letzte Finanzkrise 2008/09, in der das Unternehmen jeweils einen Jahresüberschuss erzielt hatte. Dies ist vor allem auf die ertragsstarke Lebensversicherung zurückzuführen, die dem Konzern Stabilität verleiht. Deswegen gehen wir davon aus, dass die NÜRNBERGER Versicherung die Krise den Umständen entsprechend gut meistern wird.

## Aktionärsstruktur

Die NÜRNBERGER Beteiligungs-AG hat vier Großaktionäre. Größter Aktionär ist die Holding **Consortia Versicherungs-Beteiligungsgesellschaft mbH** mit 25,0%, deren größter Einzelgesellschafter die Münchener Rück mit 33,7% ist. Neuer zweitgrößter Aktionär ist die **Versicherungskammer Bayern Versicherungsanstalt des öffentlichen Rechts** (Anteilsinhaber: Sparkassen) die ihren Anteil von 15,5% auf 16,3% erhöht hat. Unverändert blieb die Beteiligung der **SEBA Beteiligungsgesellschaft mbH** mit 16,0%, deren größter Einzelgesellschafter die Münchener Rück mit 49,0% ist. Die japanische Versicherung **Daido Life Insurance Company** hält einen Anteil von 14,99% an der NÜRNBERGER Beteiligungs-AG. Mit den Japanern unterhält die NÜRNBERGER Beteiligungs-AG eine strategische Kooperation. Weitere 5,0% hält die **Schweizer Rückversicherung**, die restlichen 23,5% liegen im Streubesitz.

### NÜRNBERGER: Aktionärsstruktur



Quelle: Solventis Research, NÜRNBERGER Beteiligungs-AG

Die Münchener Rück ist direkt und indirekt der größte Einzelaktionär und hält ca. 19%. Die NBG ist mit 61% weiterhin zum Großteil in Händen von Erst- und Rückversicherern. Die restlichen Aktien werden zu 5% von Banken und Fondsgesellschaften gehalten und zu 34% von Vertriebspartnern, institutionellen und privaten Investoren.

## Finanzkalender

- 29.04.2020: Hauptversammlung
- 05.05.2020: Dividendenauszahlung
- 17.09.2020: Halbjahresfinanzbericht

## Anhang: Konzern-GuV und Konzern-Bilanz

### NÜRNBERGER: Konzern-GuV (in Mio. €)

	2019	yoY	2020e	yoY	2021e	yoY	2022e	yoY
<b>Gebuchte Bruttobeiträge</b>	<b>3.515,3</b>	<b>1,1%</b>	<b>3.497,7</b>	<b>-0,5%</b>	<b>3.567,7</b>	<b>2,0%</b>	<b>3.639,0</b>	<b>2,0%</b>
<b>Verdiente Beiträge f. e. R.</b>	<b>3.251,5</b>	<b>1,1%</b>	<b>3.235,4</b>	<b>-0,5%</b>	<b>3.300,1</b>	<b>2,0%</b>	<b>3.366,1</b>	<b>2,0%</b>
Beiträge aus der Rückstellung für Beitragsrückerstattung	111,6	18,1%	120,0	7,5%	126,0	5,0%	132,3	5,0%
Ergebnis aus Kapitalanlagen	894,4	21,8%	650,0	-27,3%	850,0	30,8%	800,0	-5,9%
Nicht realisierte G/V Kapitalanlagen der fondgeb. Vers.	1.391,5	232,5%	-1.500,0	-207,8%	1.250,0	183,3%	750,0	-40,0%
Sonstige Versicherungstechnischen Erträge f. e. R.	12,3	-38,8%	14,8	20,0%	17,7	20,0%	21,3	20,0%
Aufw endungen für Versicherungsfälle f. e. R.	-2.469,6	-7,8%	-2.283,5	7,5%	-2.409,7	-5,5%	-2.423,9	-0,6%
Veränderung übriger vers.tech. Netto- Rückstellungen	-2.074,6	-562,6%	842,1	140,6%	-2.056,7	-344,2%	-1.546,8	24,8%
Aufw endungen für Beitragsrückerstattung f. e. R.	-351,6	21,7%	-355,9	-1,2%	-363,0	-2,0%	-370,3	-2,0%
Aufw endungen für den Versicherungsbetrieb f. e. R.	-582,9	-4,3%	-550,0	5,6%	-561,0	-2,0%	-572,2	-2,0%
Sonstige versicherungstechnische Aufw endungen f. e. R.	-38,6	9,6%	-36,7	5,0%	-34,8	5,0%	-33,1	5,0%
Veränderung der Schwankungsrück. und ähnlicher Rück.	-20,1	-28,0%	-15,0	25,4%	10,0	166,7%	15,0	50,0%
Sonstige Erträge	143,7	-0,6%	145,9	1,5%	148,0	1,5%	150,3	1,5%
Sonstige Aufw endungen	-163,8	-5,1%	-166,3	-1,5%	-168,8	-1,5%	-171,3	-1,5%
Abschreibungen auf den Geschäfts- oder Firmenwert	-0,6	0,0%	0,5	183,3%	0,2	-60,0%	0,1	-50,0%
<b>Ergebnis der normalen Geschäftstätigkeit</b>	<b>103,3</b>	<b>9,2%</b>	<b>101,2</b>	<b>-2,0%</b>	<b>108,1</b>	<b>6,8%</b>	<b>117,4</b>	<b>8,7%</b>
Außerordentliches Ergebnis	-22,1	-950,0%	1,9	108,6%	2,1	7,6%	1,9	-5,6%
<b>Ergebnis vor Steuern</b>	<b>81,3</b>	<b>-16,4%</b>	<b>99,3</b>	<b>22,2%</b>	<b>106,0</b>	<b>6,7%</b>	<b>115,5</b>	<b>9,0%</b>
Steuern	-12,5	65,7%	-29,8	-138,3%	-31,8	-6,7%	-34,7	-9,0%
<b>Jahresüberschuss</b>	<b>68,8</b>	<b>13,2%</b>	<b>69,5</b>	<b>1,0%</b>	<b>74,2</b>	<b>6,8%</b>	<b>80,8</b>	<b>8,9%</b>
Anteil Dritter	1,4	-33,8%	1,4	4,7%	1,5	6,8%	1,6	8,9%
<b>Konzernjahresüberschuss</b>	<b>67,4</b>	<b>14,7%</b>	<b>68,1</b>	<b>1,0%</b>	<b>72,7</b>	<b>6,8%</b>	<b>79,2</b>	<b>8,9%</b>
<b>Ergebnis je Aktie (in €)</b>	<b>5,85</b>	<b>14,7%</b>	<b>5,91</b>	<b>1,0%</b>	<b>6,31</b>	<b>6,8%</b>	<b>6,88</b>	<b>8,9%</b>

Quelle: Solventis Research, NÜRNBERGER Beteiligungs-AG

### NÜRNBERGER: Konzern-Bilanz (in Mio. €)

	2019	yoY	2020e	yoY	2021e	yoY	2022e	yoY
<b>Aktiva</b>								
Sachanlagen und Vorräte	27,6	25,3%	27,3	-1,1%	27,0	-1,1%	26,7	-1,1%
Immaterielle Vermögensgegenstände	41,0	17,6%	40,6	-1,0%	40,2	-1,0%	39,8	-1,0%
Geschäfts- oder Firmenwert	1,9	-22,6%	1,4	-26,9%	1,2	-14,7%	1,1	-8,6%
Kapitalanlagen	21.936,0	3,1%	21.596,0	-1,5%	22.436,0	3,9%	23.056,0	2,8%
Kapitalanlagen für Rechnung und Risiko von Inhabern von LV & UV	9.736,1	18,5%	8.845,0	-9,2%	9.605,6	8,6%	10.068,4	4,8%
Forderungen	355,1	-4,1%	355,1	0,0%	355,1	0,0%	355,1	0,0%
Kassenbestand	415,3	10,5%	341,0	-17,9%	338,7	-0,7%	321,7	-5,0%
Sonstige Vermögensgegenstände	53,4	6,4%	53,4	0,0%	53,4	0,0%	53,4	0,0%
Rechnungsabgrenzungsposten	190,6	-4,0%	199,0	4,4%	199,0	0,0%	199,0	0,0%
Aktive Latente Steuern	120,1	0,3%	120,1	0,0%	120,1	0,0%	120,1	0,0%
<b>Bilanzsumme Aktiva</b>	<b>32.877,1</b>	<b>7,2%</b>	<b>31.578,8</b>	<b>-3,9%</b>	<b>33.176,2</b>	<b>5,1%</b>	<b>34.241,2</b>	<b>3,2%</b>
<b>Passiva</b>								
Eigenkapital	862,4	3,8%	892,5	3,5%	927,2	3,9%	968,4	4,4%
Nachrangige Verbindlichkeiten	7,0	0,0%	7,0	0,0%	7,0	0,0%	7,0	0,0%
Versicherungstechnische Rückstellungen	20.582,3	2,9%	20.222,1	-1,8%	20.968,0	3,7%	21.518,2	2,6%
Versicherungstechnische Rückstellungen im Bereich der LV- & UV*	9.702,2	18,5%	8.727,7	-10,0%	9.530,6	9,2%	9.989,8	4,8%
Pensionsrückstellungen	165,3	7,7%	167,8	1,5%	170,3	1,5%	172,8	1,5%
Andere Rückstellungen	216,6	7,9%	227,4	5,0%	238,8	5,0%	250,7	5,0%
Depotverbindlichkeiten aus dem in Rückdeckung gegebenen Vers.geschäft	208,4	1,4%	208,4	0,0%	208,4	0,0%	208,4	0,0%
Andere Verbindlichkeiten	1.132,5	3,7%	1.132,5	0,0%	1.132,5	0,0%	1.132,5	0,0%
Rechnungsabgrenzungsposten	0,5	-21,4%	0,5	0,0%	0,5	0,0%	0,5	0,0%
<b>Bilanzsumme Passiva</b>	<b>32.877,1</b>	<b>7,2%</b>	<b>31.578,8</b>	<b>-3,9%</b>	<b>33.176,2</b>	<b>5,1%</b>	<b>34.241,2</b>	<b>3,2%</b>

Quelle: Solventis Research, NÜRNBERGER Beteiligungs-AG

**Haftungserklärung (Disclaimer) und Pflichtangaben nach Art. 20 Verordnung EU Nr. 596/2014 und Delegierte Verordnung EU 2016/958 einschließlich über mögliche Interessenkonflikte (Disclosures)**

Die nachfolgenden Erläuterungen informieren den Leser über die gesetzlichen Vorgaben, die bei der Erstellung von Finanzanalysen zu beachten sind.

**1. Haftungserklärung**

Bei Erstellung dieser Analyse haben wir uns die tatsächlichen Angaben aus uns zur Verfügung stehenden, allgemein als zuverlässig angesehenen Quellen verschafft. Wir können keinen Anspruch auf Richtigkeit und Vollständigkeit dieser Informationen erheben. Die auf diesen tatsächlichen Angaben beruhenden Einschätzungen unsererseits stellen unverbindliche Werturteile zum Zeitpunkt der Erstellung der Analyse dar. Nachträgliche Änderungen können nicht berücksichtigt werden. Eine Haftung für die Vollständigkeit oder Richtigkeit dieser Analyse können wir nicht übernehmen. Die Studie stellt kein Angebot und keine Aufforderung dar, Aktien des Emittenten zu erwerben. Diese Analyse ersetzt keinesfalls die anleger- und objektgerechte Beratung. Wir können nicht überprüfen, ob sich die Empfehlungen mit Ihren persönlichen Anlagestrategien und Zielen decken. Für eine anleger- und objektgerechte Beratung empfehlen wir Ihnen, einen Anlageberater aufzusuchen. Eine Analyse-Publikation kann und soll ein für eine Investition erforderliches Wertpapierprospekt und/oder eine fachkundige Anlageberatung keinesfalls ersetzen. Sie kann daher nicht alleinige Grundlage für die Entscheidung über eine Investition sein.

Urheberrecht an der Analyse wird vorbehalten, Nachdruck ist nur mit unserer Zustimmung zulässig.

**2. Pflichtangaben**

a) Abschluss der Erstellung: **27.04.2020, 11:45 Uhr**, erstmalige Veröffentlichung: **27.04.2020, 12:00 Uhr**

b) Zeitliche Bedingungen vorgesehener Aktualisierungen: halbjährig.

c) Aufsichtsbehörde: Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht, Marie-Curie-Str. 24-28, 60439 Frankfurt/M.

d) Vorangegangene Analysen: Es sind keine Analysen in dem Zeitraum von 12 Monaten vor Veröffentlichung dieser Analyse veröffentlicht worden, die eine von dieser Analyse abweichende Empfehlung für eine bestimmte Anlageentscheidung enthalten.

e) Die Analyse ist vor ihrer Veröffentlichung dem Emittenten ohne Empfehlung zugänglich gemacht worden und ist danach ohne Empfehlungsänderung inhaltlich nicht wesentlich geändert worden.

f) Alle in der Analyse angegebenen Kurse und Kursverläufe beruhen auf den Schlusskursen zu dem hierfür angegebenen Datum und Zeit, soweit zu den Kursen und Kursverläufen keine anderweitigen Angaben gemacht werden.

g) Die Analyse wird allen daran interessierten Personen zeitgleich bereitgestellt.

**3. Disclosures**

**Übersicht über unsere Empfehlungen für die Aktie des Emittenten in den vergangenen 12 Monaten:**

Veröffentlichungsdatum	Ersteller	Einschätzung	Kursziel	Marktpreis zum Veröffentlichungsdatum	Dauer der Gültigkeit
29.08.2019	Schlote, Löchner	Kaufen	79,50 €	66,50 €	12 Monate
23.09.2019	Schlote, Löchner	Kaufen	79,50 €	69,50 €	12 Monate

**Die Verteilung der Empfehlungen unseres Anlageuniversums sieht aktuell wie folgt aus:**

Empfehlungsübersicht Research-Reports (01.04.19 - 31.03.20)		in %	Auftrags-research	in %
Kaufen	40	85,1%	32	68,1%
Halten	6	12,8%	4	8,5%
Verkaufen	1	2,1%	1	2,1%
Insgesamt	47	100,0%	35	74,5%

Weder die Solventis Beteiligungen GmbH, noch ein mit ihr verbundenes Unternehmen, noch eine bei der Erstellung mitwirkende Person (noch deren mit ihr eng verbundenen Personen), noch eine zu der Analyse vor Weitergabe Zugang habende oder haben können (sofern bei/von genanntem Unternehmen beschäftigte/beauftragte) Person

1. ist in Besitz einer Nettoverkaufs- oder Nettokaufposition von über 0,5% des Finanzinstruments.
2. sind am gezeichneten Kapital des Emittenten mit mindestens 5 Prozent beteiligt.
3. waren innerhalb der vorangegangenen zwölf Monate bei der öffentlichen Emission von Finanzinstrumenten des Emittenten federführend oder mitführend.
4. waren Marketmaker oder Liquiditätsspender in den Finanzinstrumenten des Emittenten.
5. haben mit dem Emittenten eine Vereinbarung über die Erbringung von Wertpapierdienstleistungen gemäß Anhang I Abschnitt A und B der Richtlinie 2014/65/EU getroffen, die innerhalb der vorangegangenen zwölf Monate gültig war oder in diesem Zeitraum eine Leistung oder ein Leistungsversprechen aus einer solchen Vereinbarung gegeben war.

Die Solventis Beteiligungen GmbH

1. hat mit dem Emittenten, der selbst oder dessen Finanzinstrumente Gegenstand der Analyse sind, eine Vereinbarung zu der Erstellung der Analyse getroffen.

Sonstige Beziehungen und Umstände, bei denen damit gerechnet werden kann, dass sie die Objektivität der Analyse beeinträchtigen, sind für die Solventis Beteiligungen GmbH betreffend ihr und den oben genannten Personen nicht kenntlich.

#### 4. Erstellung und Verbreitung

a) Verantwortung für die Erstellung und Verbreitung

Solventis Beteiligungen GmbH, Am Rosengarten 4, 55131 Mainz

Sitz: Mainz; HRB 47135, Amtsgericht Mainz; Geschäftsführer: Joachim Schmitt, Klaus Schlote.

b) Ersteller

**Klaus Schlote, CEFA-Analyst; Nico Löchner, Junior-Analyst**

#### 5. Erläuterung der Einschätzung der Solventis Beteiligungen GmbH / der zugrunde gelegten Annahmen

- Kaufen: Die Aktie wird nach unserer Einschätzung auf Sicht von 12 Monaten einen absoluten Gewinn von mindestens 10% aufweisen.
- Halten: Die Aktie wird nach unserer Einschätzung auf Sicht von 12 Monaten einen absoluten Kursgewinn und/oder einen absoluten Kursverlust von 10% nicht überschreiten.
- Verkaufen: Die Aktie wird nach unserer Einschätzung auf Sicht von 12 Monaten einen absoluten Kursverlust von mindestens 10% aufweisen.

Unabhängig von der vorgenommenen Einschätzung bestehen nach der Empfindlichkeitsanalyse deutliche Risiken aufgrund einer Änderung der zugrunde gelegten Annahmen. Zu den Risiken gehören unvorhergesehene Änderungen im Hinblick auf den Wettbewerbsdruck, bei der Nachfrage nach den Produkten eines Emittenten und bei der Angebots situation für produktionsnotwendige Materialien, sowie der Nichteintritt der unterstellten Entwicklung. Solche Schwankungen können sich durch Veränderungen technologischer Art, Veränderungen der Konjunktur, Rechts- und Währungskursänderungen ergeben. Diese Erörterung von Risikofaktoren erhebt keinen Anspruch auf Vollständigkeit.

#### 6. Wesentliche Informationsquellen

In- und ausländische Medien wie Informationsdienste (z.B. VWD, Refinitiv u. a.), Wirtschaftspresse (z. B. Börsen-Zeitung, Handelsblatt, FAZ, Wallstreet Journal, Financial Times u. a.), Fachpresse, veröffentlichte Statistiken, das Internet sowie Veröffentlichungen, Angaben und Informationen der analysierten Emittenten.

#### 7. Zusammenfassung der Bewertungsgrundlagen und Methoden

Einzelemittenten: Zur Unternehmensbewertung werden gängige und anerkannte Bewertungsmethoden (u. a. DCF-Methode, Excess-Return-Modell, Dividendendiskontierungsmode und Peer-Group-Analyse) verwendet. In der DCF-Methode wird der Wert des Emittenten berechnet, der die Summe der abgezinsten Zahlungsströme, d.h. des Barwertes der zukünftigen Zahlungsströme des Emittenten, darstellt. Der Wert wird somit durch die erwarteten künftigen Zahlungsströme und durch den angewandten Diskontierungssatz bestimmt. Für das Excess-Return-Modell und das Dividendendiskontierungsmode werden Standardmodelle verwendet. In der Peergroup-Analyse werden an der Börse notierte Emittenten durch den Vergleich von Verhältniskennzahlen (z.B. Kurs-/Gewinn-Verhältnis Kurs-/ Buchwert-Verhältnis, Enterprise Value/Umsatz, Enterprise Value/EBITDA, Enterprise Value/EBIT) bewertet. Die Vergleichbarkeit der Verhältniskennzahlen wird in erster Linie durch die Geschäftstätigkeit und die wirtschaftlichen Aussichten bestimmt. Informationen zu den Modellen finden sich z.B. hier: <http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/>.

Thematische Ausarbeitungen: Es wird die Auswirkung bestimmter Entwicklungen (z.B. EU-Osterweiterung, steigende Strompreise) auf verschiedene Emittenten dadurch ermittelt, dass die veröffentlichte Geschäfts-, Ertrags-, Kosten- und Umsatzstruktur des Emittenten der unterstellten Entwicklung zugrunde gelegt wird.

#### 8. Interne organisatorische und regulative Vorkehrungen zur Prävention oder Behandlung von Interessenkonflikten

Mitarbeiter der Solventis Beteiligungen GmbH, die mit der Erstellung und/oder Darbietung von Finanzanalysen befasst sind und Personen, die zur Analyse vor Weitergabe Zugang haben oder haben können, unterliegen den internen Compliance-Regelungen. Die internen Compliance-Regelungen entsprechenden Vorschriften von § 85 WpHG iVm. Art. 37 Delegierte Verordnung EU 2017/565. Dies beinhaltet insbesondere Geschäftsverbote, Informationsschranken, Regeln für Zuwendungen Dritter und zur Vergütung der Mitarbeiter. Die Vergütung der an der Erstellung der Analyse beteiligten Mitarbeiter ist nicht an Geschäfte oder Dienstleistungen nach Anhang I Abschnitt A und B Richtlinie 2014/65/EU oder Handelsgebühren der Solventis Beteiligungen GmbH oder verbundener Unternehmen gebunden.

#### 9. Adressaten

Analysen der Solventis Beteiligungen GmbH richten sich an Geeignete Gegenparteien sowie professionelle Kunden. Sie sind daher nicht geeignet, an Privatkunden weitergegeben zu werden, es sei denn, (i) eine Finanzanalyse wurde von der Solventis Beteiligungen GmbH ausdrücklich als auch für Privatkunden geeignet bezeichnet oder (ii) ihre ordnungsgemäße Weitergabe erfolgt durch ein in einem Mitgliedstaaten des Europäischen Wirtschaftsraum (EWR) oder der Schweiz zugelassenes Wertpapierdienstleistungsunternehmen an Privatkunden, die nachweisbar über die erforderlichen Kenntnisse und Erfahrungen verfügen, um die relevanten Risiken der jeweiligen Anlageempfehlungen verstehen und bewerten zu können. Analysen werden für die Weitergabe an die vorgenannten Adressaten in den Mitgliedstaaten des Europäischen Wirtschaftsraum und der Schweiz freigegeben.

**Mit Annahme der Analyse akzeptiert der Empfänger die Verbindlichkeit der vorstehenden Beschränkungen.**