

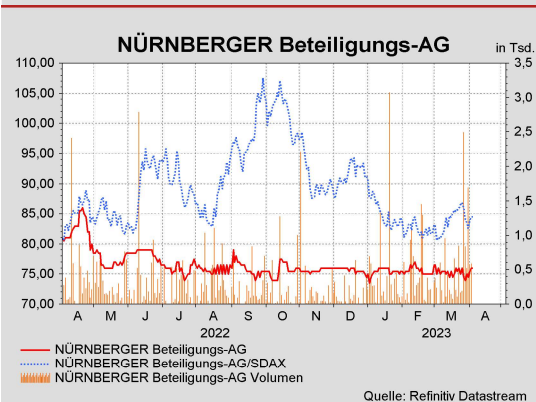
# NÜRNBERGER Beteiligungs-AG Kaufen (Kaufen)

**Kursziel** 85,50 € (85,50 €)  
Kurspotenzial 12,5%  
Kurs (04.04.2023) 76,00 €

ISIN DE0008435967  
Marktkapitalisierung 875,5 Mio. €  
Anzahl Aktien 11,5 Mio.  
Marktsegment Scale  
Homepage www.nuernberger.de

## Kennzahlen und Prognosen

| je Aktie in €               | 2022  | 2023e | 2024e | 2025e |
|-----------------------------|-------|-------|-------|-------|
| Bruttobeiträge.<br>(Mrd. €) | 3,5   | 3,6   | 3,6   | 3,7   |
| EBT (Mio. €)                | 55,9  | 86,6  | 115,4 | 124,1 |
| Konzern-JÜ<br>(Mio. €)      | 69,1  | 60,0  | 80,0  | 86,0  |
| Ergebnis je Aktie           | 6,00  | 5,21  | 6,94  | 7,47  |
| Dividende je Aktie          | 3,50  | 3,50  | 3,50  | 3,70  |
| Buchwert je Aktie           | 82,36 | 84,06 | 87,51 | 91,47 |
| KGv                         | 12,4  | 14,6  | 10,9  | 10,2  |
| Kurs/Buchwert               | 0,90  | 0,90  | 0,87  | 0,83  |
| ROE                         | 7,2%  | 6,3%  | 8,1%  | 8,3%  |
| Dividendenrendite           | 4,7%  | 4,6%  | 4,6%  | 4,9%  |



## Finanzkalender

- 28.04.2023 Hauptversammlung
- 22.09.2023 Halbjahresbericht

## Aktionärsstruktur

20,8% Neue SEBA Beteiligungsgesellschaft mbH  
19,1% Münchener Rück.  
23,8% Freefloat

## Analysten

Klaus Schlote  
Tel.: +49 (0) 6131 – 48 60 651  
kschlote@solventis.de

Nico Löchner  
Tel.: +49 (0) 6131 – 48 60 653  
nloechner@solventis.de

## Segment Schaden belastet Ergebnis 2022 und 2023 – Dividende wird auf 3,50 € erhöht

Die NÜRNBERGER Beteiligungs-AG (NBG) verzeichnete 2022 einen Rückgang der gebuchten Beiträge um 2,6% auf 3,5 Mrd. €. Bereinigt um die verkaufte österreichische LV stiegen die gebuchten Beiträge um 0,5%. Das Neugeschäft blieb mit 622 Mio. € (Vj. 658 Mio. €) unter den Erwartungen (kaum verändert ggü. Vj.). Während das Ergebnis vor Steuern mit 56 Mio. € deutlich unter Vorjahr (72 Mio. €) lag, fiel der Konzerngewinn aufgrund eines hohen einmaligen Steuerertrags (~14,3 Mio. €) mit 69,1 Mio. € (Vj. 63,1 Mio. €) um 6,0 Mio. € höher aus. Für 2022 wird eine Dividende von 3,50 € (Vj. 3,30 €) vorgeschlagen. Wir bestätigen unsere Kaufempfehlung mit Kursziel 85,50 €.

Der Konzernumsatz ging um 8,7% auf 4,3 Mrd. € zurück. Gebuchte Beiträge (-2,6%, 3,5 Mrd. €), Erträge aus Kapitalanlagen (-29,9%, 742 Mio. €) und Provisionserlöse (-7,5%, 63 Mio. €) waren hierfür verantwortlich.

Für das Jahr 2022 wird eine um 0,20 € auf 3,50 € erhöhte Dividende vorgeschlagen. Die Dividendenpolitik - 50% des Konzerngewinns auszuschütten - ist unverändert gültig. Ziel des Vorstands ist es, die Dividende zu erhöhen, mindestens aber das Vorjahresniveau zu halten.

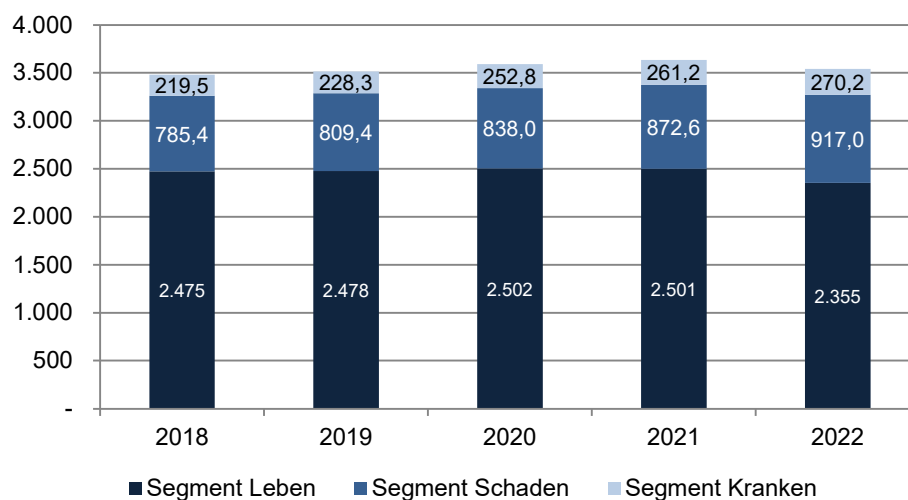
Der Ausblick für 2023 ist verhalten. Das Neugeschäft soll aufgrund verminderter Einmalgeschäfte im Segment Leben spürbar zurückgehen. Dies wirkt sich auch auf die gebuchten Beiträge aus, die nur leicht steigen sollen. Bereinigt um das Einmalgeschäft wird mit einem leichten Anstieg des Neugeschäfts und einem spürbaren Zuwachs der gebuchten Beiträge gerechnet. Der Rückgang des Einmalgeschäfts wirkt sich nicht negativ auf die Ertragslage aus. 2023 soll das Konzernergebnis 60 Mio. € erreichen. Im Segment Schaden rechnet die NBG mit einem deutlich Ergebnismrückgang (siehe S. 7), weil die Prämien nur verzögert an die Kostensteigerungen angepasst werden können und der einmalige Steuerertrag wegfällt. Erst 2024 soll das Segment Schaden zur gewohnten Profitabilität zurückkehren. Dann wird das Konzernergebnis wieder deutlich höher ausfallen. Ziel bleibt es, mittelfristig einen ROE von 10% zu erwirtschaften.

Dr. Armin Zitzmann wird mit Ablauf der HV seinen Posten als Vorstandsvorsitzer aus Altersgründen niederlegen. Nachfolger ist Harald Rosenberger, der bereits seit 2019 im Vorstand der NBG aktiv ist und davor seit 2017 im Vorstand der Nürnberger Leben war. Zum 01.01.2023 wurde Wolfram Politt neu in den Vorstand berufen. Er verantwortet die Bereiche Kundenbeziehungsmanagement und Operations, die er von Dr. Monique Radisch übernahm. Seit 01.03. ist zudem Dr. Thomas Reimer als Vorstand für IT und Digitalisierung im Amt. Dr. Jürgen Voß bleibt CFO der NBG. Mit drei neuen Vorständen inkl. CEO ist davon auszugehen, dass die Konzernstrategie angepasst wird. Die überarbeitete Konzernstrategie dürfte in H2'2023 kommuniziert werden.

### GuV: Abgang des österreichischen LV-Geschäfts belastet die gebuchten Bruttobeiträge – Hohe Schäden drücken Ergebnis

Durch den Abgang des österreichischen LV-Geschäfts (110,4 Mio. €) sinken die **gebuchten Bruttobeiträge** auf Konzernebene um 2,6% (bereinigt: +0,5%) auf 3.541,7 Mio. €. Mit Ausnahme des Segments Leben stiegen die gebuchten Beiträge der anderen Segmente.

#### NÜRNBERGER: gebuchte Bruttobeiträge in Mio. €



Quelle: Solventis Research, NÜRNBERGER Beteiligungs-AG

Das **Neugeschäft** ging 2022 um 36,8 Mio. € auf 621,7 Mio. € zurück. Davon entfallen 18,9 Mio. € auf den Abgang der österreichischen LV. Außerdem gab es weitere Rückgänge im Segment Leben und Schaden.

Die steigenden Zinsen und die negative Entwicklung an den Kapitalmärkten machen sich in den **Nettoerträgen aus Kapitalanlagen** bemerkbar. In der konventionellen Versicherung gingen diese von 841,3 Mio. € auf 526,3 Mio. € zurück und in der fondsgebundenen Versicherung von 67,3 Mio. € auf -131,7 Mio. €. Bei den **nicht realisierten Gewinnen aus Kapitalanlagen der fondsgebundenen Versicherungen** gab es einen negativen Swing auf -1.318,2 Mio. € (Vj. 1.510,3 Mio. €).

Die **Veränderungen der übrigen versicherungstechnischen Netto-Rückstellungen** entlasteten im Gegenzug die GuV um 1.238,4 Mio. € (Vj. Erhöhung 1.855,0 Mio. €). Innerhalb der Position gingen die bereinigten<sup>1</sup> Brutto-Deckungsrückstellungen der konventionellen Versicherung auf 505,6 Mio. € (Vj. 559,9 Mio. €) zurück. Darin enthalten ist die Auflösung der Zinszusatzreserve von 40,7 Mio. € (Vj. Zuführung 211,8 Mio. €). Die bereinigten<sup>1</sup> Brutto-Deckungsrückstellungen der fondsgebundenen Versicherung reduzierten sich um 1.747,9 Mio. € (Vj. Erhöhung 1.302,6 Mio. €). Diese Veränderung ist jedoch nicht ergebniswirksam, da es eine gegenläufige Position auf der Aktivseite gibt.

<sup>1</sup> Bereinigt um den Verkauf des österreichischen LV-Geschäft

Die **Aufwendungen für Versicherungsfälle f. e. R.** reduzierten sich auf 2.591,0 Mio. € (Vj. 2.836,0 Mio. €). Ursächlich hierfür waren deutliche Rückgänge im Segment Leben, die u.a. auf den Abgang des Österreichgeschäfts (89,8 Mio. €) zurückzuführen sind. Anders sah es im Segment Schaden aus. Hier sind die Aufwendungen v.a. wegen Feuerschäden stark gestiegen.

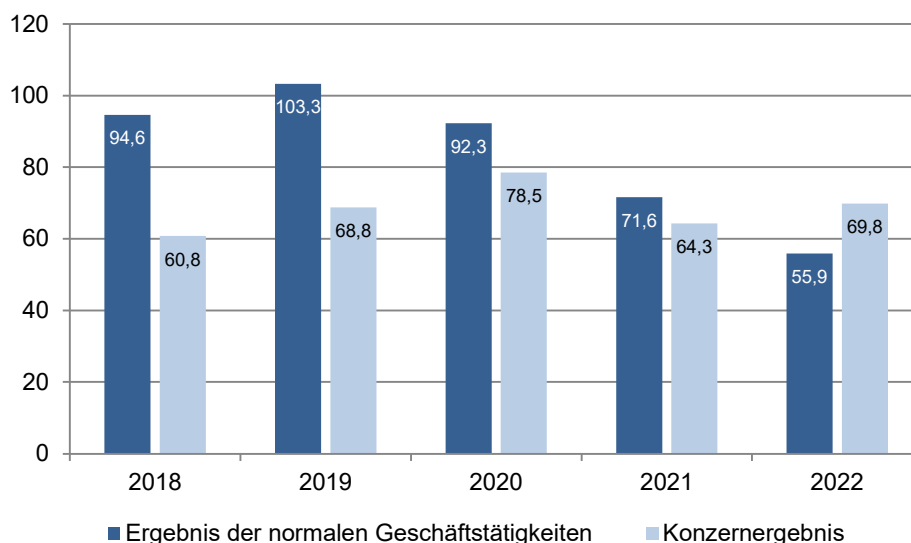
Die **Aufwendungen für die Beitragsrückerstattung f. e. R.** gingen aufgrund geringerer latenter Beitragsrückerstattungen auf 390,9 Mio. € (Vj. 485,5 Mio. €) zurück. Infolge höherer Abschlussaufwendungen (477,3 Mio. €, Vj. 439,7 Mio. €) stiegen die **Aufwendungen für den Versicherungsbetrieb f. e. R.** auf 650,7 Mio. € (Vj. 616,3 Mio. €).

Während die **sonstigen versicherungstechnischen Erträge f. e. R.** um 21,5 Mio. € auf 52,4 Mio. € zulegen, sanken die **sonstigen versicherungstechnischen Aufwendungen f. e. R.** um 3,7 Mio. € auf 37,5 Mio. €. Bei den **Schwankungsrückstellungen und ähnlichen Rückstellungen** kam es zu einer Auflösung in Höhe von 7,0 Mio. € (Vj. Zuführung 14,7 Mio. €).

Die **sonstigen Erträge** (u.a. Provisionserlöse) gaben um 10,0% auf 163,1 Mio. € nach. Im Vorjahr hatte die NÜRNBERGER von der Auflösung von Rückstellungen profitiert. Die **sonstigen Aufwendungen** legten auf 190,0 Mio. € (Vj. 183,4 Mio. €) zu. Die **Abschreibungen auf den Geschäfts- und Firmenwert** betragen 0,2 Mio. € (Vj. 2,0 Mio. €).

Alles in allem ergab sich für den Konzern ein **Ergebnis der normalen Geschäftstätigkeit** von 55,9 Mio. € (Vj. 71,6 Mio. €), das auch dem **Ergebnis vor Steuern** entspricht. Aufgrund der Liquidation einer Tochtergesellschaft wurden passive latente Steuern aufgelöst, was zu einem Steuerertrag von 13,9 Mio. € (Vj. Steueraufwand: 7,4 Mio. €) führte. Das Konzernergebnis stieg dadurch von 64,3 Mio. € auf 69,8 Mio. €. Abzüglich der Minderheiten ergab sich ein **Konzerngewinn** von 69,1 Mio. € (Vj. 63,0 Mio. €).

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



Quelle: Solventis Research, NÜRNBERGER Beteiligungs-AG

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

|  | 2022           | 2021           | yoy           |
|--|----------------|----------------|---------------|
| <b>Gebuchte Bruttobeiträge</b>   | <b>3.541,7</b> | <b>3.634,5</b> | <b>-2,6%</b>  |
| <b>Verdiente Beiträge f. e. R.</b>   | <b>3.271,5</b> | <b>3.352,7</b> | <b>-2,4%</b>  |
| Beiträge aus der Rückstellung für Beitragsrückerstattung                               | 105,0          | 120,2          | -12,6%        |
| Nettoerträge aus Kapitalanlagen der konventionellen Versicherung                       | 526,3          | 841,3          | -37,4%        |
| Nettoerträge aus Kapitalanlagen der fondsgebundenen Versicherung                       | -131,7         | 67,3           | -295,7%       |
| Nicht realisierte Gewinne/Verluste aus Kapitalanlagen der fondsgebundenen Versicherung | -1.318,2       | 1.510,3        | -187,3%       |
| Technischer Zinsertrag aus der Schaden- und Unfallversicherung                         | -1,2           | -1,7           | 29,4%         |
| Sonstige versicherungstechnische Erträge f. e. R.                                      | 52,4           | 30,9           | 69,6%         |
| Aufwendungen für Versicherungsfälle f. e. R.   | -2.591,0       | -2.836,3       | 8,6%          |
| Veränderung der übrigen versicherungstechnischen Netto-Rückstellungen                  | 1.238,4        | -1.855,0       | 166,8%        |
| Aufwendungen für Beitragsrückerstattung f. e. R.                                       | -390,9         | -485,5         | 19,5%         |
| Aufwendungen für den Versicherungsbetrieb f. e. R.                                     | -650,7         | -616,3         | -5,6%         |
| Sonstige versicherungstechnische Aufwendungen f. e. R.                                 | -33,8          | -37,5          | 9,9%          |
| Veränderung der Schwankungsrückstellung und ähnlicher Rückstellungen                   | 7,0            | -14,7          | 147,6%        |
| Sonstige Erträge   | 163,1          | 181,2          | -10,0%        |
| Sonstige Aufwendungen  | -190,0         | -183,4         | -3,6%         |
| Abschreibungen auf den Geschäfts- oder Firmenwert                                      | -0,2           | -2,0           | 90,0%         |
| <b>Ergebnis vor Steuern</b>  | <b>55,9</b>    | <b>71,6</b>    | <b>-21,9%</b> |
| Steuern  | 13,9           | -7,4           | 287,8%        |
| <b>Konzernergebnis</b>   | <b>69,8</b>    | <b>64,3</b>    | <b>8,6%</b>   |
| <b>Konzernjahresüberschuss (nach Minderheiten)</b>                                     | <b>69,1</b>    | <b>63,0</b>    | <b>9,7%</b>   |

Quelle: Solventis Research, NÜRNBERGER Beteiligungs-AG

**Bilanz: Steigende Zinsen belasten Kapitalanlage**

Die Bilanzsumme verringerte sich 2022 von 35,9 Mrd. € auf 33,6 Mrd. €. Der Rückgang ist auf die Position **Kapitalanlagen für Rechnung und Risiko von Inhabern von LV & UV** zurückzuführen, die sich um 22,6% auf 8,5 Mrd. € reduzierte. Die Position **Kapitalanlagen** stieg hingegen um 1,2% auf 23,6 Mrd. €. Nach einem starken Anstieg im Vorjahr, reduzierten sich die **liquiden Mittel** auf 652,9 Mio. € (Vj. 738,9 Mio. €).

Auf der Passivseite erhöhte sich das **Eigenkapital** auf 964,4 Mio. € (Vj. 932,8 Mio. €). Die wesentliche Änderung auf der Passivseite ist der Rückgang der **versicherungstechnischen Rückstellungen im Bereich der LV & UV** auf 8,6 Mrd. € (Vj. 11,1 Mrd. €). Die Position **versicherungstechnische Rückstellungen** stieg um 1,2% auf 22,4 Mrd. €. Eine im aktuellen Umfeld außergewöhnliche Entwicklung gab es bei den **Rückstellungen für Pensionen**, die von 179,4 Mio. € auf 191,9 Mio. € zulegten. Hintergrund ist, dass die NÜRNBERGER alle 3 Jahre eine Anpassung der Leistungen vornimmt. Die Anhebung der Leistungen überkompensierte den gegenläufigen Effekt aus höheren Zinsen.

## Segmente: Segment Leben stabil – Segment Schaden macht weiter Probleme

### Segment Leben

Die **gebuchten Bruttobeiträge** sanken infolge des Verkaufs des Österreichgeschäfts (gebuchte Bruttobeiträge: 110,4 Mio. €, Neugeschäft: 18,9 Mio. €) um 5,8% auf 2.354,6 Mio. €. Die **Neubeiträge** verringerten sich um 6,9% auf 474,8 Mio. €. Zurückzuführen ist das auf die Rückgänge bei den Einmalbeiträgen (-18,2% auf 289,1 Mio. €). Wirtschaftlich haben diese Rückgänge keine Auswirkungen auf die Profitabilität, da Einmalerträge kein Ergebnisbringer sind. Erfreulich entwickelten sich die Neubeiträge aus laufenden Beitragszahlungen, die um 18,5% auf 185,6 Mio. € stiegen. Die Anzahl an Verträgen im Versicherungsbestand verringerte sich um 5,1% auf 2.463 Mio., was im Wesentlichen auf den Verkauf der österreichischen LV (108 Tsd. Verträge) zurückzuführen ist.

Erfreulich ist, dass die Aufwandsquoten erneut nachgaben. Die **Abschlusskostenquote** sank auf 5,6% (Vj. 5,9%) und die **Verwaltungskostenquote** auf 3,6% (Vj. 3,7%).

Das **Gesamtergebnis** war aufgrund des schlechteren Kapitalanlageergebnisses auf 414,3 Mio. € (Vj. 513,9 Mio. €) zurückgegangen. Das **Segmentergebnis** übertraf mit 44,8 Mio. € (Vj. 49,6 Mio. €) die Prognose von 40 Mio. €.

### NÜRNBERGER: Segmentübersicht

|                                      | Segment Leben |         |        | Segment Schaden |        |         | Segment Kranken |       |       |
|--------------------------------------|---------------|---------|--------|-----------------|--------|---------|-----------------|-------|-------|
|                                      | 2022          | 2021    | yoy    | 2022            | 2021   | yoy     | 2022            | 2021  | yoy   |
| <b>Beiträge (in Mio. €)</b>          |               |         |        |                 |        |         |                 |       |       |
| Neubeiträge                          | 474,8         | 510,1   | -6,9%  | 131,3           | 134,2  | -2,2%   | 15,7            | 14,1  | 11,3% |
| Gebuchte Bruttobeiträge              | 2.354,6       | 2.500,7 | -5,8%  | 917,0           | 872,6  | 5,1%    | 270,2           | 261,2 | 3,4%  |
| Verdiente Beiträge f. e. R.          | 2.310,0       | 2.446,0 | -5,6%  | 691,7           | 646,0  | 7,1%    | 269,7           | 260,8 | 3,4%  |
| <b>Ertragskennzahlen (in Mio. €)</b> |               |         |        |                 |        |         |                 |       |       |
| Gesamtergebnis                       | 414,3         | 513,9   | -19,4% |                 |        |         | 24,8            | 24,7  | 0,4%  |
| Ergebnis vor Steuern                 | 45,1          | 54,0    | -16,5% | -3,7            | -23,1  | -84,0%  | 9,2             | 10,1  | -8,9% |
| Segmentergebnis                      | 44,8          | 49,6    | -9,7%  | 21,7            | -14,2  | -252,8% | 6,8             | 7,0   | -2,9% |
| <b>sonstige Kennzahlen</b>           |               |         |        |                 |        |         |                 |       |       |
| Solvenzquote                         |               | 465%    |        |                 | 180%   |         |                 | 387%  |       |
| Solvenzquote mit Übergangsmaßnahmen  |               | 558%    |        |                 |        |         |                 |       |       |
| Schaden-Kosten-Quote                 |               |         |        | 98,3%           | 107,1% |         |                 |       |       |
| Versicherungsverträge in Tsd.        | 2.463         | 2.596   | -5,1%  | 2830            | 2.814  | 0,6%    | 491             | 466   | 5,4%  |

Quelle: Solventis Research, NÜRNBERGER Beteiligungs-AG

### Segment Schaden

Das Segment Schaden bleibt das Sorgenkind. Das Neugeschäft lag mit 131,3 Mio. € (Vj. 134,2 Mio. €) deutlich unter den Erwartungen. Hintergrund ist das schwache Neuwagengeschäft, das den Vertrieb über die Autohäuser bremste. Die **gebuchten Bruttobeiträge** entwickelten sich dennoch positiv und stiegen um 5,1% auf 917,0 Mio. €. Mit Ausnahme der Unfallversicherung haben alle Zweige der Schadenversicherung zum Wachstum beigetragen.

**NÜRNBERGER: Kennzahlen Segment Schaden**

|                                       | Gebuchte Bruttobeiträge in Mio.€ |              |             | Schaden-Kosten-Quote |               |
|---------------------------------------|----------------------------------|--------------|-------------|----------------------|---------------|
|                                       | 2022                             | 2021         |             | 2022                 | 2021          |
| Unfallversicherung                    | 105,7                            | 108,4        | -2,5%       | 78,4%                | 76,9%         |
| Haftpflichtversicherung               | 87,8                             | 84,7         | 3,7%        | 86,0%                | 87,7%         |
| Kraftfahrzeug-Haftpflichtversicherung | 168,7                            | 166,7        | 1,2%        | 96,2%                | 95,1%         |
| Sonstige Kraftfahrtversicherung       | 149,1                            | 144,6        | 3,1%        | 118,9%               | 119,0%        |
| Feuer- und Sachversicherung           | 236,7                            | 211,0        | 12,2%       | 103,2%               | 137,0%        |
| Transport- und Luftfahrtversicherung  | 34,9                             | 30,8         | 13,3%       |                      |               |
| Rechtsschutzversicherung              | 89,8                             | 87,3         | 2,9%        | 93,2%                | 97,6%         |
| Sonstige Versicherungen               | 44,3                             | 39,2         | 13,0%       | 92,5%                | 112,2%        |
| <b>Gesamtes Versicherungsgeschäft</b> | <b>917,0</b>                     | <b>872,6</b> | <b>5,1%</b> | <b>98,3%</b>         | <b>107,1%</b> |

Quelle: Solventis Research, NÜRNBERGER Beteiligungs-AG

Die **Schaden-Kosten-Quote** verbesserte sich auf 98,3% (Vj. 107,1%). Auf der Schadenseite belasteten v. a. hohe Aufwendungen für große Feuerschäden. Der deutliche Anstieg war kein NÜRNBERGER Phänomen. Dies und die steigende Inflation ließen die **Aufwendungen für Versicherungsfälle** auf 459,3 Mio. € (Vj. 405,3 Mio. €) wachsen. Damit war das Jahr 2022 erneut ein sehr schadensreiches Jahr, nachdem es bereits 2021 erhöhte Aufwendungen aufgrund von hohen Elementarschäden gegeben hatte. Die Aufwendungen für den Versicherungsbetrieb erhöhten sich auf 239,7 Mio. € (Vj. 233,6 Mio. €)

Das **versicherungstechnische Nettoergebnis vor Schwankungsrückstellungen** (nach Rückversicherung) belief sich auf -24,7 Mio. € (Vj. -10,6 Mio. €) und **nach Schwankungsrückstellungen** auf -17,7 Mio. € (Vj. -25,3 Mio. €). Die **Nettoerträge aus Kapitalanlagen** stiegen v. a. wegen des Verkaufs einer Immobilie auf 44,3 Mio. € (Vj. 29,4 Mio. €). Das Segmentergebnis vor Steuern war mit -3,7 Mio. € (Vj. -23,4 Mio. €) weiterhin negativ. Aufgrund der Liquidation einer Gesellschaft kam es zur Auflösung von passiven latenten Steuern. Dies führte zu einem erhöhten positiven Steuerergebnis (21,7 Mio. €, Vj. 9,1 Mio. €), wodurch sich das Segmentergebnis auf 18,0 Mio. € (Vj. -14,2 Mio. €) verbesserte. Die NBG hatte sich ein Segmentergebnis von 26 Mio. € zum Ziel gesetzt.

**Segment Kranken**

Im vergangenen Jahr konnte die NÜRNBERGER die **gebuchten Bruttobeiträge** auf 270,2 Mio. € (Vj. 261,2 Mio. €) steigern. Das Neugeschäft legte um 11,3% auf 15,7 Mio. € zu. Belastet wurde das Neugeschäft wieder durch den Rückgang bei der Krankheitskosten-Vollversicherungen (3,6 Mio. €, Vj. 4,2 Mio. €). Die **Anzahl der Versicherungsverträge** erhöhte sich um 5,4% auf 490.728.

Die **Schadenquote** verbesserte sich von 58,3% auf 56,8%. Keine Veränderungen gab es bei der **Verwaltungskostenquote**, die unverändert 4,2% betrug.

Das **Gesamtergebnis** blieb mit 24,8 Mio. € (Vj. 24,7 Mio. €) nahezu unverändert. Das **Segmentergebnis** lag mit 6,8 Mio. € (7 Mio. €) knapp unter den vom Vorstand anvisierten 7 Mio. €.

**Segment Bankdienstleistungen**

Infolge der schwachen Performance der Kapitalmärkte gingen die **Kundeneinlagen** der Fürst Fugger Privatbank AG von 7,2 Mrd. € auf 6,2 Mrd. € zurück. Die Provisionserlöse

waren mit 51,4 Mio. € (Vj. 53,1 Mio. €) nur geringfügig niedriger. Die **Nettoerträge aus Kapitalanlagen** (inkl. Zinsergebnis) beliefen sich auf 2,4 Mio. € (Vj. 5,5 Mio. €). Im Vorjahr gab es durch den Verkauf einer Immobilie einen außerordentlichen Ertrag. Nach sonstigen Erträgen und Aufwendungen stellte sich ein **Ergebnis vor Steuern** von 13,2 Mio. € (Vj. 16,5 Mio. €) ein. Das **Segmentergebnis** lag mit 8,9 Mio. € über dem vom Unternehmen prognostizierten Wert von 7 Mio. €.

### Ausblick 2023

Der GDV prognostiziert für 2023 ein Beitragswachstum von 3% in Deutschland. Bei den Lebensversicherern sollen die laufenden Beiträge um 0,3% zulegen und das Einmalgeschäft stagnieren. Deutlich höhere Wachstumsraten werden bei der privaten Krankenversicherung (+3,5%) und bei der Schaden- und Unfallversicherung (+6%) erwartet. Das hohe Wachstum in der Schaden- und Unfallversicherung ist inflationsbedingt.

Im **Segment Leben** setzt die NÜRNBERGER weiterhin auf den Einkommenschutz. Mit der Einführung des betrieblichen Einkommenschutzes soll die Produktpalette erweitert werden. Zur Stärkung der Kunden- und Vermittlerorientierung, werden die digitalen Vertriebs- und Serviceprozesse weiterentwickelt. Das Neugeschäft soll aufgrund des geringeren Einmalgeschäfts deutlich zurückgehen. Der Verzicht auf Einmalgeschäft wird von der NÜRNBERGER bewusst in Kauf genommen. Ein vermindertes Volumen hat keine wesentlichen Auswirkungen auf die aktuelle und zukünftige Profitabilität, da es sich um margenschwaches Geschäft handelt.

Insgesamt wird das Neugeschäft im Segment Leben rückläufig sein, was auf die gebuchten Beiträge ausstrahlt. Nach dem deutlichen Rückgang beim Kapitalanlageergebnis 2022, soll sich dieses 2023 leicht verbessern. Durch die Normalisierung beim Steueraufwand und dem Risikoergebnis ist von einem niedrigeren Gesamtergebnis (Vj. 369,6 Mio. €) auszugehen. **Das Segmentergebnis (Vj. 44,8 Mio. €) soll sich hingegen kaum verändern.**

2022 hat die NÜRNBERGER deutliche Fortschritte bei der digitalen Transformation im **Segment Schaden** gemacht. So wird ab Frühjahr 2023 die neue Produktlinie „Private Line“ auf Basis eines technologisch hochmodernen Angebots- und Vertragssystems verfügbar sein. Die gewerbliche Variante „Business Line“ wurde bereits 2022 erfolgreich eingeführt. Mit den neuen Produktlinien werden das Produktangebot und der Leistungsumfang ausgebaut. Auch bei den gebuchten Beiträgen soll es 2023 einen deutlichen Zuwachs geben. Hauptgrund dafür sind die Indexanpassungen bei den Prämien. Bei der Profitabilität wird es weiterhin Gegenwind durch die Inflation geben. In der Sachversicherung dauert es in der Regel bis zu 1 Jahr, bis die Inflationseffekte bei den Schäden durch höhere Prämien ausgeglichen werden. **Durch den Wegfall von Sondereffekten (u.a. Steuern, Kapitalerträge) soll das Segmentergebnis (Vj. 18,0 Mio. €) erheblich zurückgehen.**

Im **Segment Kranken** will die NÜRNBERGER weiterhin von den 2022 eingeführten flexiblen Budgettarifen profitieren. Mitte des Jahres soll zudem eine neue Krankheitskosten-Vollversicherungslösung für das Premiumsegment auf den Markt kommen. 2023 soll das Neugeschäft deutlich steigen und die gebuchten Beiträge erheblich wachsen. Mit einem steigenden Nettokapitalertrag und einem verbesserten Risikoergebnis erwartet die NÜRNBERGER einen erheblichen Anstieg des

Gesamtergebnisses (Vj. 24,8 Mio. €). **Das Segmentergebnis soll 2023 leicht steigen (Vj. 6,8 Mio. €).**

Im **Segment Bankdienstleistungen** wird mit verwalteten Kundengeldern auf Vorjahresniveau geplant. Das Provisionsergebnis soll hingegen deutlich zurückgehen, hier profitierte Fürst Fugger 2022 noch von dem guten Jahr 2021. **Für das Segmentergebnis wird deshalb ein Rückgang auf 7 Mio. € (Vj. 8,9 Mio. €) prognostiziert.**

Auf **Konzernebene** rechnet die NÜRNBERGER mit leicht steigenden gebuchten Beiträgen und einem spürbar rückläufigen Neugeschäft. Hintergrund ist der Verzicht auf Einmalprämien im Segment Leben, die keinen Ergebnisbeitrag leisten. Ohne das Einmalgeschäft sollen die gebuchten Beiträge spürbar steigen und das Neugeschäft leicht zulegen.

Folgende Annahmen wurden für 2023 getroffen:

- ein moderater Zinsanstieg
- eine weiterhin hohe Inflation, die aber unter der von 2022 liegt
- durchschnittlich positive Wertentwicklung am Aktienmarkt
- ausbleiben nennenswerter Schuldnerfälle
- stabiler Verlauf der versicherungstechnischen Ergebnisquellen
- Normalisierung der Steuerquote auf rund 30% (2022: negativ)
- Keine hohen Einmaleffekte durch den Verkauf von Immobilien

**Auf Basis dieser Annahme erwartet die NBG ein Konzernergebnis von 60 Mio. € (Vj. 69,8 Mio. €). Die höhere Dividende deutet darauf hin, dass das Management von einer Ergebnisdelle ausgeht und in den Folgejahren mit steigenden Ergebnissen plant.**

#### NÜRNBERGER: Übersicht Unternehmensprognose

| Segment              | Gebuchte Beiträge                  | Neugeschäft               | Ergebnis                                  |
|----------------------|------------------------------------|---------------------------|---|
| Leben                | leichte Reduzierung                | deutlicher Rückgang       | kaum verändert<br>(Vj. 44,8 Mio. €)       |
| Schaden              | deutlichen Zuwachs                 | deutlicher Zuwachs        | erheblicher Rückgang<br>(Vj. 18,0 Mio. €) |
| Kranken              | deutliche Steigerung               | erheblicher Zuwachs       | leichte Erhöhung<br>(Vj. 6,8 Mio. €)      |
| Bankdienstleistungen | Provisionen:<br>spürbarer Rückgang |                           | 7 Mio. €                                  |
| <b>Konzern</b>       | <b>leichten Anstieg</b>            | <b>spürbarer Rückgang</b> | <b>60 Mio. €</b>                          |

Quelle: Solventis Research, NÜRNBERGER Beteiligungs-AG



## Bewertung

Auf Basis des GB 2022 erwarten wir ein Konzernergebnis 2023 von 60 Mio. € statt bisher 77 Mio. €. Für 2024 sehen wir eine deutliche Steigerung beim Ergebnis auf 80 Mio. € (vorher: 83 Mio. €). Durch die geringere Thesaurierung wächst das Eigenkapital weniger, was leicht positiv auf den ROE wirkt. Den ROE sehen wir in der Detailplanung bei bis zu 9,0%, im Terminal Value sind 8,4% eingestellt. In der Spitze bleiben wir damit weiterhin unter dem vom Unternehmen angestrebten ROE von 10%. Aufgrund der gestiegenen Zinsen erhöhen wir den risikofreien Zins von 2,0% auf 2,5%.

In unserem **Dividendendiskontierungsmodell** erhalten wir einen neuen **fairen Wert** von **82,43 €** je NBG-Aktie (vorher: 82,93 €).

### NÜRNBERGER: Dividendendiskontierungsmodell (DDM)

|                                | 2023e          | 2024e         | 2025e         | 2026e         | 2027e         | 2028e         | 2029e         | 2030e         | 2031e          | 2032e          | 2033e          |
|--------------------------------|----------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|----------------|----------------|----------------|
| <b>Konzernjahresüberschuss</b> | <b>60,0</b>    | <b>80,0</b>   | <b>86,0</b>   | <b>92,7</b>   | <b>98,2</b>   | <b>102,9</b>  | <b>107,6</b>  | <b>112,6</b>  | <b>117,8</b>   | <b>123,3</b>   | <b>128,3</b>   |
| Wachstumsrate                  | -4,8%          | 33,3%         | 7,5%          | 7,8%          | 5,9%          | 4,7%          | 4,6%          | 4,6%          | 4,6%           | 4,6%           | 4,1%           |
| <b>Ergebnis je Aktie</b>       | <b>5,21 €</b>  | <b>6,94 €</b> | <b>7,47 €</b> | <b>8,05 €</b> | <b>8,53 €</b> | <b>8,93 €</b> | <b>9,34 €</b> | <b>9,77 €</b> | <b>10,23 €</b> | <b>10,70 €</b> | <b>11,14 €</b> |
| <b>Dividende je Aktie</b>      | <b>3,50 €</b>  | <b>3,50 €</b> | <b>3,70 €</b> | <b>4,00 €</b> | <b>4,30 €</b> | <b>4,50 €</b> | <b>4,70 €</b> | <b>4,90 €</b> | <b>5,10 €</b>  | <b>5,40 €</b>  | <b>5,60 €</b>  |
| Ausschüttungsquote             | 67,2%          | 50,4%         | 49,6%         | 49,7%         | 50,4%         | 50,4%         | 50,3%         | 50,1%         | 49,9%          | 50,5%          | 50,3%          |
| Kumulierte EK-Kosten           | 108,0%         | 116,6%        | 125,8%        | 135,9%        | 146,7%        | 158,4%        | 171,0%        | 184,6%        | 199,3%         | 215,1%         | 232,3%         |
| Diskontierte Dividenden        | 3,24 €         | 3,00 €        | 2,94 €        | 2,94 €        | 2,93 €        | 2,84 €        | 2,75 €        | 2,65 €        | 2,56 €         | 2,51 €         | 2,41 €         |
| Summe Diskontierte Dividenden  | 30,79          |               |               |               |               |               |               |               |                |                |                |
| Diskontierte TV                | 51,64          |               |               |               |               |               |               |               |                |                |                |
| <b>Fairer Wert der Aktie</b>   | <b>82,43 €</b> |               |               |               |               |               |               |               |                |                |                |

Quelle: Solventis Research, NÜRNBERGER Beteiligungs-AG

In unserem **ERM-Modell** erhalten wir einen fairen Wert von **88,37 €** je NBG-Aktie (vorher: 87,75 €).

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

|                                       | 2023e          | 2024e         | 2025e         | 2026e         | 2027e         | 2028e         | 2029e         | 2030e         | 2031e          | 2032e          | 2033e          |
|---------------------------------------|----------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|----------------|----------------|----------------|
| Buchwert EK (zu Beginn des Jahres)    | 948,7          | 968,4         | 988,1         | 1.028,6       | 1.072,8       | 1.125,0       | 1.178,3       | 1.234,1       | 1.292,6        | 1.354,0        | 1.418,5        |
| Return on Equity                      | 6,3%           | 6,1%          | 8,0%          | 8,3%          | 8,9%          | 8,9%          | 8,9%          | 8,9%          | 8,9%           | 8,9%           | 9,0%           |
| Konzernjahresüberschuss               | 60,0           | 60,0          | 80,8          | 86,9          | 98,2          | 102,9         | 107,6         | 112,6         | 117,8          | 123,3          | 128,3          |
| Eigenkapitalkosten                    | 8,0%           | 8,0%          | 8,0%          | 8,0%          | 8,0%          | 8,0%          | 8,0%          | 8,0%          | 8,0%           | 8,0%           | 8,0%           |
| Eigenkapitalkosten absolut            | 75,5           | 77,1          | 78,7          | 81,9          | 85,4          | 89,6          | 93,8          | 98,3          | 102,9          | 107,8          | 112,9          |
| überschüssiger Ertrag (Excess Return) | -15,5          | -17,1         | 2,1           | 5,0           | 12,8          | 13,3          | 13,8          | 14,3          | 14,9           | 15,5           | 15,3           |
| TV Excess Return                      |                |               |               |               |               |               |               |               |                |                | 90,0           |
| Kumulierte Eigenkapitalkosten         | 108,0%         | 116,6%        | 125,8%        | 135,9%        | 146,7%        | 158,4%        | 171,0%        | 184,6%        | 199,3%         | 215,1%         | 232,3%         |
| Barwert Excess Return                 | -14,4          | -14,7         | 1,7           | 3,7           | 8,7           | 8,4           | 8,1           | 7,8           | 7,5            | 7,2            | 6,6            |
| Thesaurierungsrate                    | 32,8%          | 32,8%         | 47,3%         | 47,0%         | 49,6%         | 49,6%         | 49,7%         | 49,9%         | 50,1%          | 49,5%          | 49,7%          |
| Thesaurierung                         | 19,7           | 19,7          | 38,2          | 40,8          | 48,7          | 51,0          | 53,5          | 56,2          | 59,1           | 61,1           | 63,8           |
| Ausschüttung                          | 40,3           | 40,3          | 42,6          | 46,1          | 49,5          | 51,8          | 54,1          | 56,4          | 58,8           | 62,2           | 64,5           |
| <b>EPS</b>                            | <b>5,21 €</b>  | <b>5,21 €</b> | <b>7,01 €</b> | <b>7,54 €</b> | <b>8,53 €</b> | <b>8,93 €</b> | <b>9,34 €</b> | <b>9,77 €</b> | <b>10,23 €</b> | <b>10,70 €</b> | <b>11,14 €</b> |
| <b>DPS</b>                            | <b>3,50 €</b>  | <b>3,50 €</b> | <b>3,70 €</b> | <b>4,00 €</b> | <b>4,30 €</b> | <b>4,50 €</b> | <b>4,70 €</b> | <b>4,90 €</b> | <b>5,10 €</b>  | <b>5,40 €</b>  | <b>5,60 €</b>  |
| eingesetztes Kapital                  | 948,7          |               |               |               |               |               |               |               |                |                |                |
| Summe Barwerte Excess Return          | 69             |               |               |               |               |               |               |               |                |                |                |
| Wert des EK                           | 1.018          |               |               |               |               |               |               |               |                |                |                |
| Anzahl Aktien (in Mio.)               | 11,52          |               |               |               |               |               |               |               |                |                |                |
| <b>Wert pro Aktie</b>                 | <b>88,37 €</b> |               |               |               |               |               |               |               |                |                |                |

Quelle: Solventis Research, NÜRNBERGER Beteiligungs-AG

**Wir belassen unser Kursziel für die NBG-Aktie bei 85,50 € und bestätigen unsere Kaufempfehlung.**

### 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 aktiv.

### NÜRNBERGER: Peergroup-Vergleich

| Unternehmen                          | Kurs in<br>€<br>04.04.23 | KGV<br>2022  | KGV<br>2023e | KGV<br>2024e | Kurs/<br>Buch-<br>wert<br>2021 | Kurs/<br>Buch-<br>wert<br>2023e | Kurs/<br>Buch-<br>wert<br>2024e | Dividend<br>en-<br>rendite<br>2023e |
|--------------------------------------|--------------------------|--------------|--------------|--------------|--------------------------------|---------------------------------|---------------------------------|-------------------------------------|
| AXA SA                               | 28,32                    | 9,2          | 8,3          | 7,7          | 1,3                            | 1,3                             | 1,2                             | 6,5%                                |
| Allianz SE                           | 213,20                   | 12,4         | 8,9          | 8,1          | 1,6                            | 1,4                             | 1,3                             | 5,7%                                |
| Wuestenrot & Wuerttembergische AG    | 16,00                    | 5,6          | 5,9          | 5,5          | 0,4                            | 0,3                             | -                               | 4,2%                                |
| Talanx AG                            | 42,68                    | 9,6          | 7,7          | 7,0          | 1,5                            | 1,2                             | 1,1                             | 4,5%                                |
| Zurich Insurance Group AG            | 443,74                   | 15,5         | 12,5         | 11,6         | 2,7                            | 2,5                             | 2,3                             | 5,8%                                |
| Uniqa Insurance Group AG             | 7,79                     | 5,6          | 8,4          | 8,1          | -                              | 0,7                             | 0,7                             | 7,9%                                |
| Swiss Life Holding AG                | 569,26                   | 10,0         | 11,6         | 10,8         | 1,4                            | 1,5                             | 1,4                             | 6,2%                                |
| DFV Deutsche Familienversicherung AG | 8,58                     | 125,0        | 17,0         | 15,2         | 1,9                            | 1,5                             | -                               | 0,6%                                |
| <b>Durchschnitt (ungewichtet)</b>    |                          | <b>24,1</b>  | <b>10,0</b>  | <b>9,3</b>   | <b>1,5</b>                     | <b>1,3</b>                      | <b>1,4</b>                      | <b>5,2%</b>                         |
| <b>MEDIAN</b>                        |                          | <b>9,8</b>   | <b>8,6</b>   | <b>8,1</b>   | <b>1,5</b>                     | <b>1,3</b>                      | <b>1,3</b>                      | <b>5,7%</b>                         |
| <b>NÜRNBERGER Beteiligungs-AG *</b>  | <b>76,00</b>             | <b>12,4</b>  | <b>14,6</b>  | <b>11,0</b>  | <b>0,9</b>                     | <b>0,9</b>                      | <b>0,9</b>                      | <b>4,6%</b>                         |
| <b>Abweichung vom Median</b>         |                          | <b>27,0%</b> | <b>69,2%</b> | <b>34,8%</b> | <b>-39,8%</b>                  | <b>-32,9%</b>                   | <b>-31,2%</b>                   | <b>-19,8%</b>                       |

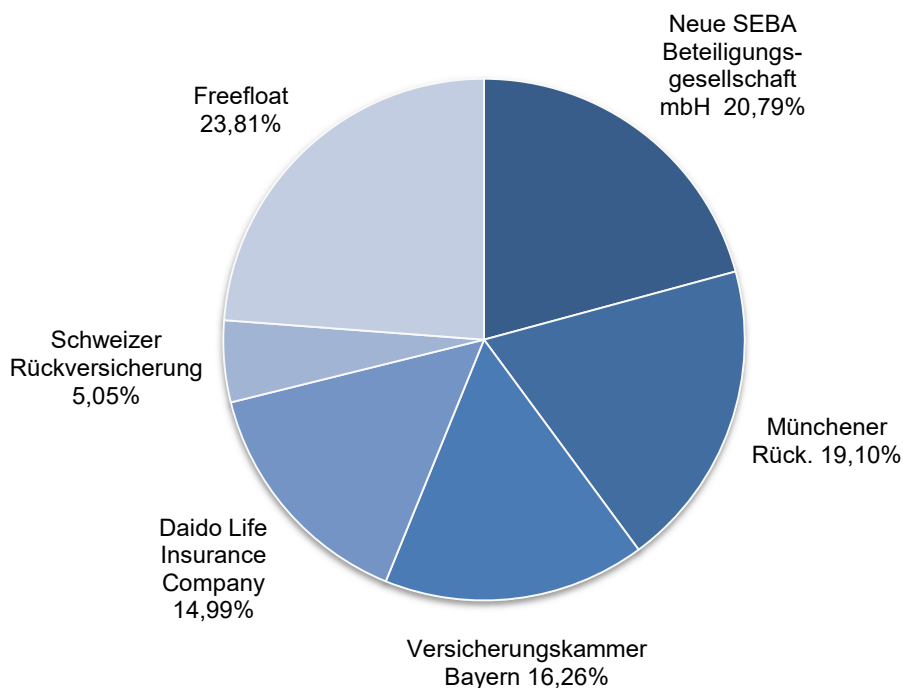
\* NÜRNBERGER Beteiligungs-AG Zahlen sind Solventis-Schätzungen  
Quelle: Solventis Research, NÜRNBERGER Beteiligungs-AG

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 der nach HGB bilanzierenden Gesellschaften führt. Das Kurs/Buchwert-Verhältnis der NBG liegt unter dem Niveau der Peers.

### Aktionärsstruktur

Seit unserem letzten Update gab es keine Veränderungen in der Aktionärsstruktur. Die **Neue SEBA Beteiligungsgesellschaft mbH** ist mit 20,79% weiterhin der größte Aktionär, gefolgt von der **Münchener Rück**, die inklusive ihrer Tochterunternehmen 19,10% der Aktien hält. Mit der **Versicherungskammer Bayern** (16,26%) und **Daido Life Insurance** (14,99%) gibt es zudem noch zwei weitere Aktionäre mit einem Anteil von über 10%. Der Freefloat liegt unverändert bei 23,81%.

### NÜRNBERGER: Aktionärsstruktur



Quelle: Solventis Research, NÜRNBERGER Beteiligungs-AG

Nach wie vor sind Erst- und Rückversicherer mit 66% die beherrschende Aktionärsgruppe. Die restlichen Aktien werden zu 5% von Banken und Fondsgesellschaften gehalten sowie zu 29% von Vertriebspartnern, institutionellen und privaten Investoren.

## Anhang: Konzern-GuV und Konzern-Bilanz

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

|  | 2022           | yoy           | 2023e          | yoy           | 2024e          | yoy          | 2025e          | yoy         |
|--|----------------|---------------|----------------|---------------|----------------|--------------|----------------|-------------|
| <b>Gebuchte Bruttobeiträge</b>                           | <b>3.541,7</b> | <b>-2,6%</b>  | <b>3.577,1</b> | <b>1,0%</b>   | <b>3.639,7</b> | <b>1,8%</b>  | <b>3.703,4</b> | <b>1,8%</b> |
| <b>Verdiente Beiträge f. e. R.</b>                       | <b>3.271,5</b> | <b>-2,4%</b>  | <b>3.304,2</b> | <b>1,0%</b>   | <b>3.362,0</b> | <b>1,8%</b>  | <b>3.420,9</b> | <b>1,8%</b> |
| Beiträge aus der Rückstellung für Beitragsrückerstattung | 105,0          | -12,6%        | 107,6          | 2,5%          | 110,3          | 2,5%         | 113,1          | 2,5%        |
| Netto-Erträge aus Kapitalanlagen                         | 393,4          | -56,6%        | 552,2          | 40,4%         | 811,9          | 47,0%        | 934,6          | 15,1%       |
| Nicht realisierte G/V Kapitalanlagen der fondgeb. Vers.  | -1.318,2       | -187,3%       | 721,4          | 154,7%        | 850,8          | 17,9%        | 950,8          | 11,8%       |
| Sonstige Versicherungstechnischen Erträge f. e. R.       | 52,4           | 69,6%         | 30,0           | -42,7%        | 25,0           | -16,7%       | 25,0           | 0,0%        |
| Aufwendungen für Versicherungsfälle f. e. R.             | -2.591,0       | 8,6%          | -2.619,5       | -1,1%         | -2.678,7       | -2,3%        | -2.739,2       | -2,3%       |
| Veränderung übriger vers.tech. Netto-Rückstellungen      | 1.238,4        | 166,8%        | -856,0         | -169,1%       | -1.231,9       | -43,9%       | -1.432,0       | -16,2%      |
| Aufwendungen für Beitragsrückerstattung f. e. R.         | -390,9         | 19,5%         | -396,5         | -1,4%         | -369,8         | 6,7%         | -376,3         | -1,8%       |
| Aufwendungen für den Versicherungsbetrieb f. e. R.       | -650,7         | -5,6%         | -676,7         | -4,0%         | -686,9         | -1,5%        | -697,2         | -1,5%       |
| Sonstige versicherungstechnische Aufwendungen f. e. R.   | -33,8          | 9,9%          | -34,1          | -1,0%         | -34,5          | -1,0%        | -34,8          | -1,0%       |
| Veränderung der Schwankungsrück. und ähnlicher Rück.     | 7,0            | 147,6%        | -17,0          | -342,9%       | -15,0          | 11,8%        | -15,0          | 0,0%        |
| Sonstige Erträge   | 163,1          | -10,0%        | 167,2          | 2,5%          | 170,7          | 2,1%         | 175,2          | 2,7%        |
| Sonstige Aufwendungen                                    | -190,0         | -3,6%         | -196,0         | -3,2%         | -198,3         | -1,2%        | -200,8         | -1,2%       |
| Abschreibungen auf den Geschäfts- oder Firmenwert        | -0,2           | 90,0%         | -0,2           | 0,0%          | -0,2           | 0,0%         | -0,2           | 0,0%        |
| <b>Ergebnis der normalen Geschäftstätigkeit</b>          | <b>55,9</b>    | <b>-21,9%</b> | <b>86,6</b>    | <b>54,9%</b>  | <b>115,4</b>   | <b>33,3%</b> | <b>124,1</b>   | <b>7,5%</b> |
| Außerordentliches Ergebnis                               | 0,0            | 0,0%          | 0,0            | 0,0%          | 0,0            | 0,0%         | 0,0            | 0,0%        |
| <b>Ergebnis vor Steuern</b>                              | <b>55,9</b>    | <b>-22,0%</b> | <b>86,6</b>    | <b>54,9%</b>  | <b>115,4</b>   | <b>33,3%</b> | <b>124,1</b>   | <b>7,5%</b> |
| Steuern  | 13,9           | 288,7%        | -26,0          | -286,9%       | -34,6          | -33,3%       | -37,2          | -7,5%       |
| <b>Jahresüberschuss</b>                                  | <b>69,8</b>    | <b>8,6%</b>   | <b>60,6</b>    | <b>-13,2%</b> | <b>80,8</b>    | <b>33,3%</b> | <b>86,9</b>    | <b>7,5%</b> |
| Anteil Dritter   | 0,7            | -44,8%        | 0,6            | -13,2%        | 0,8            | 33,3%        | 0,9            | 7,5%        |
| <b>Konzernjahresüberschuss</b>                           | <b>69,1</b>    | <b>9,7%</b>   | <b>60,0</b>    | <b>-13,2%</b> | <b>80,0</b>    | <b>33,3%</b> | <b>86,0</b>    | <b>7,5%</b> |
| <b>Ergebnis je Aktie (in €)</b>                          | <b>6,00</b>    | <b>9,7%</b>   | <b>5,21</b>    | <b>-13,2%</b> | <b>6,94</b>    | <b>33,3%</b> | <b>7,47</b>    | <b>7,5%</b> |

Quelle: Solventis Research, NÜRNBERGER Beteiligungs-AG

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

|   | 2022            | yoy          | 2023e           | yoy         | 2024e           | yoy         | 2025e           | yoy         |
|---|-----------------|--------------|-----------------|-------------|-----------------|-------------|-----------------|-------------|
| <b>Aktiva</b>   |                 |              |                 |             |                 |             |                 |             |
| Sachanlagen und Vorräte   | 29,7            | 8,0%         | 29,7            | 0,0%        | 29,7            | 0,0%        | 29,7            | 0,0%        |
| Immaterielle Vermögensgegenstände                                     | 95,7            | 17,0%        | 110,0           | 15,0%       | 121,0           | 10,0%       | 133,2           | 10,0%       |
| Geschäfts- oder Firmenwert  | 1,0             | -18,2%       | 0,8             | -20,9%      | 0,6             | -26,4%      | 0,4             | -35,9%      |
| Kapitalanlagen  | 23.566,9        | 1,2%         | 24.076,4        | 2,2%        | 24.741,4        | 2,8%        | 25.495,6        | 3,0%        |
| Kapitalanlagen für Rechnung und Risiko von Inhabern von LV & UV       | 8.502,9         | -22,6%       | 8.953,7         | 5,3%        | 9.479,2         | 5,9%        | 10.064,7        | 6,2%        |
| Forderungen   | 455,0           | 17,9%        | 464,1           | 2,0%        | 473,4           | 2,0%        | 482,9           | 2,0%        |
| Kassenbestand   | 652,9           | -11,6%       | 611,7           | -6,3%       | 581,0           | -5,0%       | 550,2           | -5,3%       |
| Sonstige Vermögensgegenstände   | 50,7            | -15,1%       | 51,2            | 1,0%        | 51,7            | 1,0%        | 52,2            | 1,0%        |
| Rechnungsabgrenzungsposten  | 147,1           | -4,0%        | 147,1           | 0,0%        | 147,1           | 0,0%        | 147,1           | 0,0%        |
| Aktive Latente Steuern  | 147,0           | 9,5%         | 147,0           | 0,0%        | 147,0           | 0,0%        | 147,0           | 0,0%        |
| <b>Bilanzsumme Aktiva</b>   | <b>33.648,9</b> | <b>-6,2%</b> | <b>34.591,7</b> | <b>2,8%</b> | <b>35.772,2</b> | <b>3,4%</b> | <b>37.103,0</b> | <b>3,7%</b> |
| <b>Passiva</b>  |                 |              |                 |             |                 |             |                 |             |
| Eigenkapital  | 964,4           | 3,4%         | 984,6           | 2,1%        | 1.025,1         | 4,1%        | 1.071,7         | 4,5%        |
| Nachrangige Verbindlichkeiten   | 2,0             | -71,4%       | 2,0             | 0,0%        | 2,0             | 0,0%        | 2,0             | 0,0%        |
| Versicherungstechnische Rückstellungen                                | 22.432,7        | 1,2%         | 22.890,1        | 2,0%        | 23.494,9        | 2,6%        | 24.183,6        | 2,9%        |
| Versicherungstechnische Rückstellungen im Bereich der LV- & UV*       | 8.552,7         | -21,9%       | 9.006,2         | 5,3%        | 9.534,8         | 5,9%        | 10.123,7        | 6,2%        |
| Pensionsrückstellungen  | 191,9           | 7,0%         | 194,4           | 1,3%        | 191,9           | -1,3%       | 189,4           | -1,3%       |
| Andere Rückstellungen   | 184,3           | -16,6%       | 186,2           | 1,0%        | 188,1           | 1,0%        | 189,9           | 1,0%        |
| Depotverbindlichkeiten aus dem in Rückdeckung gegebenen Vers.geschäft | 122,1           | -42,3%       | 123,3           | 1,0%        | 124,5           | 1,0%        | 125,8           | 1,0%        |
| Andere Verbindlichkeiten  | 1.198,6         | 0,9%         | 1.204,5         | 0,5%        | 1.210,6         | 0,5%        | 1.216,6         | 0,5%        |
| Rechnungsabgrenzungsposten  | 0,3             | 2,7%         | 0,3             | 0,0%        | 0,3             | 0,0%        | 0,3             | 0,0%        |
| <b>Bilanzsumme Passiva</b>  | <b>33.648,9</b> | <b>-6,2%</b> | <b>34.591,7</b> | <b>2,8%</b> | <b>35.772,2</b> | <b>3,4%</b> | <b>37.103,0</b> | <b>3,7%</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: **05.04.2023, 9:00 Uhr**, erstmalige Veröffentlichung: **05.04.2023, 12:00 Uhr**

b) Zeitliche Bedingungen vorgesehener Aktualisierungen: halbjährlich.

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 |
|------------------------|------------------|--------------|----------|---------------------------------------|----------------------|
| 30.03.2022             | Schlote, Löchner | Kaufen       | 87,00 €  | 80,00 €                               | 12 Monate            |
| 27.09.2022             | Schlote, Löchner | Kaufen       | 85,50 €  | 75,50 €                               | 12 Monate            |

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

| Empfehlungsübersicht Research-Reports<br>(01.04.22 - 31.03.23) |    |        | Auftrags-research |       |
|--|----|--------|-------------------|-------|
|  |    | in %   |                   | in %  |
| Kaufen   | 60 | 95,2%  | 51                | 81,0% |
| Halten   | 3  | 4,8%   | 3                 | 4,8%  |
| Verkaufen  | 0  | 0,0%   | 0                 | 0,0%  |
| Insgesamt  | 63 | 100,0% | 54                | 85,7% |

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 könnende (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, Dennis Watz.

b) Ersteller

**Klaus Schlote, CEFA-Analyst; Nico Löchner, Senior-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 Angebotssituation 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, Dividendendiskontierungsmodell und Peer-Group-Analyse) verwandt. 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 Dividendendiskontierungsmodell 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.**