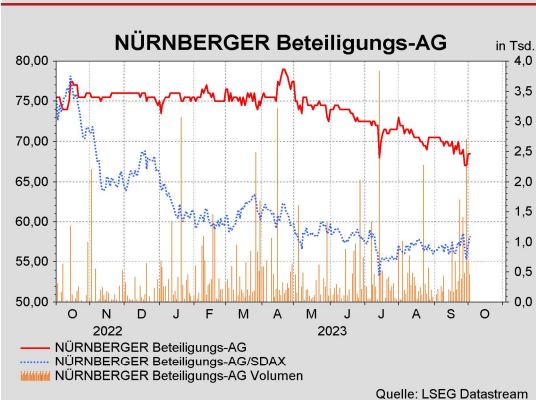


# NÜRNBERGER Beteiligungs-AG Kaufen (Kaufen)

Kursziel	80,50 € (85,50 €)
Kurspotenzial	17,5%
Kurs (03.10.2023)	68,50 €
ISIN	DE0008435967
Marktkapitalisierung	789,1 Mio. €
Anzahl Aktien	11,5 Mio.
Marktsegment	Scale
Homepage	www.nuernberger.de

## Kennzahlen und Prognosen

je Aktie in €	2022	2023e	2024e	2025e
Bruttobeiträge. (Mrd. €)	3,5	3,6	3,6	3,7
EBT (Mio. €)	55,9	86,6	115,4	124,1
Konzern-JÜ (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	13,2	9,9	9,2
Kurs/Buchwert	0,90	0,81	0,78	0,75
ROE	7,2%	6,3%	8,1%	8,3%
Dividendenrendite	4,7%	5,1%	5,1%	5,4%



## Finanzkalender

- 

## 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

## Schaden bleibt das Sorgenkind, Ergebnisverbesserung soll im H2 kommen – Ausblick für das Konzernergebnis mit 60 Mio. € bestätigt

Die NÜRNBERGER Beteiligungs-AG (NBG) steigerte die gebuchten Beiträge um 2,8% auf 1,8 Mrd. €. Wie erwartet sank das Neugeschäft auf 267,4 Mio. € (Vj. 284,5 Mio. €). Deutlich verbessert hat sich hingegen das EBT auf 34,3 Mio. € (Vj. 14,6 Mio. €). Nach Steuern und Minderheiten lag der Konzernüberschuss bei 21,2 Mio. € (Vj. 13,8 Mio. €). Dabei profitierte die NBG sowohl von geringeren Aufwendungen für Kapitalanlagen (LV & Bankdienstleistungen) als auch von gesunkenen Pensionsaufwendungen. Der Ausblick für das Konzernergebnis (vor Minderheiten) wurde mit 60 Mio. € bestätigt und für die gebuchten Beiträge und das Neugeschäft leicht gesenkt. Infolge eines von 2,5% auf 3,0% erhöhten risikofreien Zinssatzes sinkt das Kursziel auf 80,50 €. Unsere Schätzungen für das Konzernergebnis haben wir nicht verändert. Wir bestätigen unsere Kaufempfehlung.

Der Konzernumsatz erhöhte sich um 0,4% auf 2,2 Mrd. €. Während die gebuchten Beiträge um 2,8% auf 1,8 Mrd. € zulegten, gingen die Erträge aus Kapitalanlagen (-10,6%, 343 Mio. €) und die Provisionserlöse (-1,6%, 32 Mio. €) zurück.

Der Ausblick für das Konzernergebnis wurde mit 60 Mio. € bestätigt. In Bezug auf die gebuchten Beiträge ist der Vorstand nun verhaltener gestimmt und erwartet nun einen Wert auf Vorjahresniveau (vorher: leichter Anstieg). Beim Neugeschäft wird jetzt mit einem erheblichen Rückgang (vorher: spürbarer Rückgang) gerechnet. Ursächlich hierfür war die schlechter als erwartete Entwicklung des ertragsschwachen Einmalgeschäftes.

Die Solvenzquoten der NÜRNBERGER sind weiterhin auf einem sehr hohen Niveau. Ende 2022 kam die Gruppe ohne Anwendung von Übergangsmaßnahmen auf eine Quote von 245% (Vj. 250%). Sehr gut ist die Situation bei der NLV (Leben), die Ende 2022 auf 426% (Vj. 465%) kam. Die Solvenzquote der NAV (Schaden) ist aufgrund hoher Schäden deutlich reduziert und beträgt nur noch 141% (Vj. 180%). Ziel ist es die Quote wieder zu erhöhen. Wir können uns vorstellen, dass die NBG auf Ebene der NAV die Kapitaldecke stärken wird.

Der neue Vorstandsvorsitzende Harald Rosenberger sorgt für eine Aufbruchstimmung. Es kommt alles auf den Prüfstand. Große Änderungen am Geschäftsmodell sind nicht zu erwarten. Ein wichtiger Ansatzpunkt dürften die Kosten sein, die im Branchenvergleich zu hoch sind und Verbesserungspotenzial bieten.

Im Vorstand kommt es erneut zu Veränderungen. Mit Peter Meier (61) scheidet ein Urgestein (seit 1981 bei der Nürnberger) altersbedingt Ende 2024 aus dem Vorstand der NBG aus. Sein Vorstandsmandat bei der NAV wird er bereits zur HV im April 2024 niederlegen. Ein Nachfolger steht noch nicht fest. Peter Meier wird der NÜRNBERGER in der Übergangsphase erhalten bleiben und sicherstellen, dass die laufenden Projekte (u.a. Digitalisierung) erfolgreich abgeschlossen werden. Der nächste altersbedingte Wechsel steht dann 2026 an.

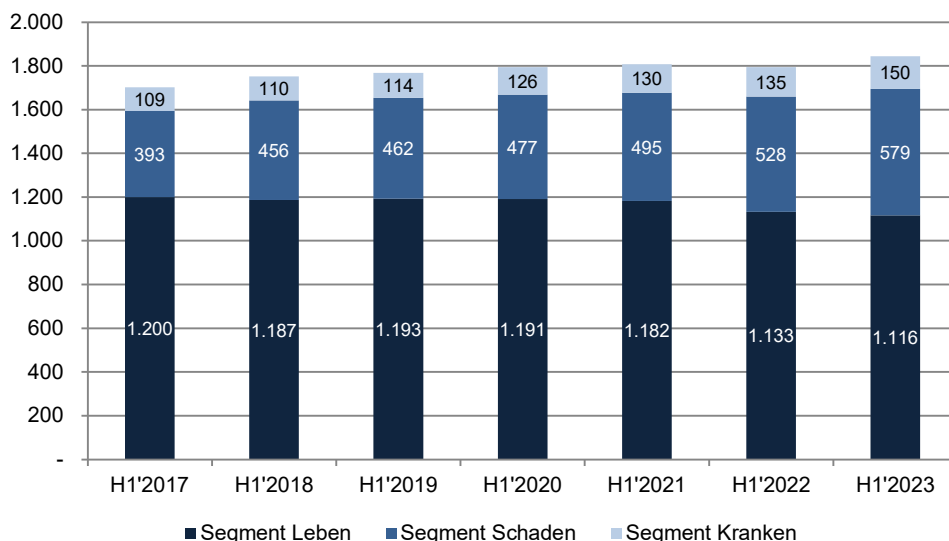
### Fitch bestätigt Rating

Anfang August bestätigte Fitch die Ratings für die NBG (Long Term Issuer Default Rating: A) und ihre drei Versicherungstöchter (Long Term Insurer Financial Strength Rating: A+) mit jeweils stabilem Ausblick.

### GuV: Ergebnis legt wieder zu – Neugeschäft geht aufgrund des Einmalgeschäfts zurück

In den ersten sechs Monaten stiegen die **gebuchten Bruttobeiträge** auf Konzernebene um 2,8% auf 1.844,7 Mio. €. Lediglich im Segment Leben war ein Rückgang zu verzeichnen (-1,5% yoy).

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



Quelle: Solventis Research, NÜRNBERGER Beteiligungs-AG

Das **Neugeschäft** reduzierte sich im H1'23 von 284,5 Mio. € auf 267,4 Mio. €. Ursächlich waren v. a. rückläufige Einmalbeiträge (-29,0%) in der Lebensversicherung.

Die **Nettoerträge aus Kapitalanlagen** in der konventionellen Versicherung erhöhten sich auf 239,3 Mio. € (Vj. 219,1 Mio. €) und die der fondsgebundenen Versicherung von -69,2 Mio. € auf 30,0 Mio. €. Bei den **nicht realisierten Gewinnen aus Kapitalanlagen der fondsgebundenen Versicherungen (netto)** gab es einen Swing auf 604,3 Mio. € (Vj. -1.434,1 Mio. €).

Die **Veränderungen der übrigen versicherungstechnischen Netto-Rückstellungen** belastete die GuV mit 760,9 Mio. € (Vj. Erhöhung 1.434,0 Mio. €). Innerhalb dieser Position stiegen die Brutto-Deckungsrückstellungen der konventionellen Versicherung auf 283,7 Mio. € (Vj. 230,8 Mio. €). Darin enthalten ist die Auflösung der Zinszusatzreserve von 31,2 Mio. € (Vj. Auflösung 21,1 Mio. €). Die Brutto-Deckungsrückstellungen der fondsgebundenen Versicherung belasten mit 502,9 Mio. € (Vj. Erhöhung 1.656,0 Mio. €). Diese Veränderung ist jedoch nicht ergebniswirksam, da es eine gegenläufige Position auf der Aktivseite gibt.

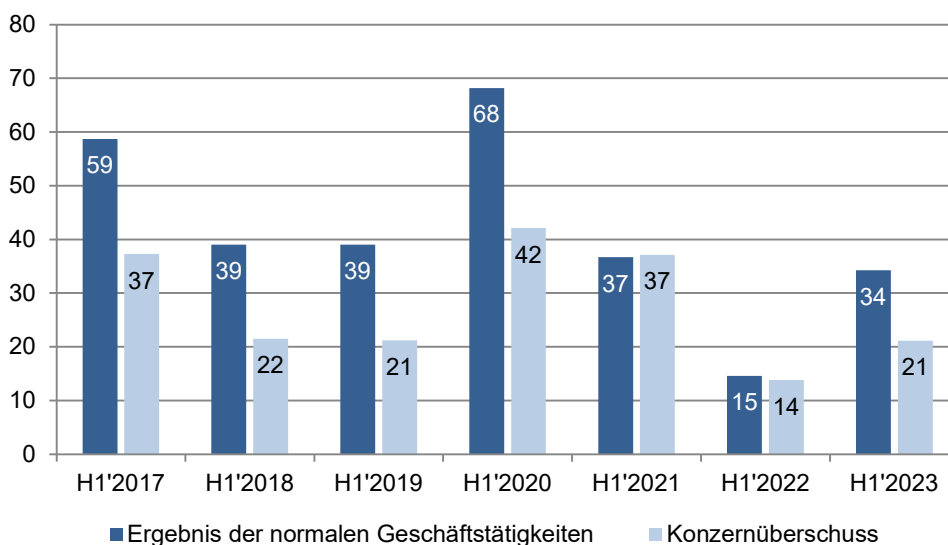
Die **Aufwendungen für Versicherungsfälle f. e. R.** sanken auf 1.222,1 Mio. € (Vj. 1.273,1 Mio. €). Infolge höherer Abschlussaufwendungen stiegen die **Aufwendungen für den Versicherungsbetrieb f. e. R.** auf 362,4 Mio. € (Vj. 328,6 Mio. €). Die **Aufwendungen für die Beitragsrückerstattung f. e. R.** erhöhten sich auf 179,1 Mio. € (Vj. 172,6 Mio. €).

Die **sonstigen versicherungstechnischen Erträge/Aufwendungen f. e. R.** waren mit 25,9 Mio. € (Vj. 24,5 Mio. €) bzw. 21,6 Mio. € (Vj. 20,6 Mio. €) nur geringfügig höher. Bei den **Schwankungsrückstellungen und ähnlichen Rückstellungen** kam es zu einer Zuführung von 8,7 Mio. € (Vj. Zuführung 15,4 Mio. €).

Die **sonstigen Erträge** verringerten sich auf 73,4 Mio. € (Vj. 84,2 Mio. €) und die **sonstigen Aufwendungen** auf 79,7 Mio. € (Vj. 93,8 Mio. €). Die **Abschreibungen auf den Geschäfts- und Firmenwert** betragen unverändert 0,1 Mio. €.

Daraus ergibt sich ein EBT von 34,3 Mio. € (Vj. 14,6 Mio. €). Der Steueraufwand fiel mit 10,8 Mio. € (Vj. -0,7 Mio. €) deutlich höher aus. Im Vorjahr profitierte die NÜRNBERGER von der Auflösung von passiven latenten Steuern. Das **Konzernergebnis** belief sich auf 22,2 Mio. € (Vj. 14,0 Mio. €). Nach Abzug der Minderheiten beträgt der **Konzernüberschuss** 21,2 Mio. € (Vj. 13,8 Mio. €).

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



Quelle: Solventis Research, NÜRNBERGER Beteiligungs-AG

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

	H1'2023	H1'2022	yoy
<b>Gebuchte Bruttobeiträge</b>	<b>1.844,7</b>	<b>1.794,7</b>	<b>2,8%</b>
<b>Verdiente Beiträge f. e. R.</b>	<b>1.626,9</b>	<b>1.606,8</b>	<b>1,3%</b>
Beiträge aus der Rückstellung für Beitragsrückerstattung	68,9	53,9	27,8%
Nettoerträge aus Kapitalanlagen der konventionellen Versicherung	239,3	219,1	9,2%
Nettoerträge aus Kapitalanlagen der fondsgebundenen Versicherung	30,0	-69,2	143,4%
Nicht realisierte Gewinne/Verluste aus Kapitalanlagen der fondsgebundenen Versicherung	604,3	-1.434,1	142,1%
Sonstige Versicherungstechnischen Erträge f. e. R.	25,9	24,5	5,7%
Aufwendungen für Versicherungsfälle f. e. R.	-1.222,1	-1.273,5	4,0%
Veränderung der übrigen versicherungstechnischen Netto-Rückstellungen	-760,9	1.434,0	-153,1%
Aufwendungen für Beitragsrückerstattung f. e. R.	-179,1	-172,6	-3,8%
Aufwendungen für den Versicherungsbetrieb f. e. R.	362,4	-328,6	210,3%
Sonstige versicherungstechnische Aufwendungen f. e. R.	-21,6	-20,6	-4,9%
Veränderung der Schwankungsrückstellung und ähnlicher Rückstellungen	-8,7	-15,4	43,5%
Sonstige Erträge	73,4	84,2	-12,8%
Sonstige Aufwendungen	-79,7	-93,8	15,0%
Abschreibungen auf den Geschäfts- oder Firmenwert	-0,1	-0,1	0,0%
<b>Ergebnis der normalen Geschäftstätigkeit</b>	<b>34,3</b>	<b>14,6</b>	<b>134,9%</b>
Außerordentliches Ergebnis	0,0	0,0	0,0%
<b>Ergebnis vor Steuern</b>	<b>34,3</b>	<b>14,6</b>	<b>134,9%</b>
Steuern	-12,0	-0,6	-1900,0%
<b>Konzernergebnis</b>	<b>22,2</b>	<b>14,0</b>	<b>58,6%</b>
<b>Konzernüberschuss (nach Minderheiten)</b>	<b>21,2</b>	<b>13,8</b>	<b>53,6%</b>

Quelle: Solventis Research, NÜRNBERGER Beteiligungs-AG

**Bilanz: Steigende Kapitalanlage**

Die Bilanzsumme erhöhte sich zum 30.06.2023 auf 34,5 Mrd. € (31.12.22 33,6 Mrd. €), was im Wesentlichen auf die beiden Kapitalanlagenpositionen zurückzuführen ist. Die **Kapitalanlagen für Rechnung und Risiko von Inhabern von LV & UV** stiegen um 0,5 Mrd. € auf 9,0 Mrd. € und die **Kapitalanlagen** um 0,5 Mrd. € auf 24,0 Mrd. €. Ansonsten gab es nur bei den **liquiden Mittel** eine nennenswerte Bewegung, sie wurden mit 490,9 Mio. € (31.12.22 652,9 Mio. €) ausgewiesen.

Auf der Passivseite verringerte sich das **Eigenkapital** infolge der Dividendenausschüttung auf 946,0 Mio. € (31.12.22 964,4 Mio. €). Die wesentliche Veränderung auf der Passivseite ist der Anstieg der **versicherungstechnischen Rückstellungen im Bereich der LV & UV** auf 9,0 Mrd. € (Vj. 8,6 Mrd. €) und der **versicherungstechnischen Rückstellungen** auf 22,8 Mrd. € (Vj. 22,4 Mrd. €).

**Gewinnsprung im Segment Bankdienstleistungen – Segment Schaden mit anhaltenden Problemen****Segment Leben**

Die **gebuchten Bruttobeiträge** reduzierten sich auf 1.115,9 Mio. € (Vj. 1.132,5 Mio. €) und die **Neubeiträge** auf 181,3 Mio. € (Vj. 202,6 Mio. €). Ursächlich waren die Einmalbeiträge, die um 29,0 % nachgaben. Aus wirtschaftlicher Sicht haben die Rückgänge bei den Einmalbeiträgen keine wesentlichen Auswirkungen auf die Profitabilität. Die Talsohle bei den Einmalbeiträgen dürften 2024 erreicht werden. Die wichtigeren laufenden Beiträge legten um 13,2% zu. Die Anzahl der Verträge im Versicherungsbestand ging um 0,7% auf 2.458 Mio. Stück zurück.

Das **Gesamtergebnis** hat um 4,1% auf 181,9 Mio. € zugenommen. Das **Segmentergebnis** beläuft sich auf 21,9 Mio. € (Vj. 19,4 Mio. €).

### NÜRNBERGER: Segmentübersicht

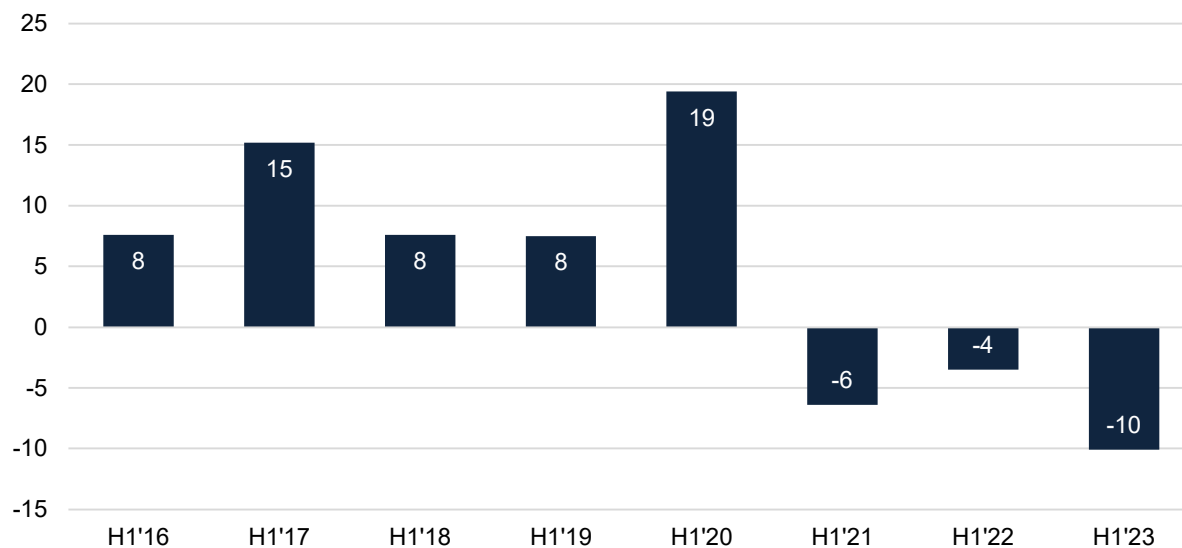
	Segment Leben			Segment Schaden			Segment Kranken		
	H1'23	H1'22	yoy	H1'23	H1'22	yoy	H1'23	H1'22	yoy
<b>Beiträge (in Mio. €)</b>									
Neubeiträge	181,3	202,6	-10,5%	76,3	73,9	3,2%	9,7	7,9	22,8%
Gebuchte Bruttobeiträge	1.115,9	1.132,5	-1,5%	579,0	527,6	9,7%	149,8	134,6	11,3%
Verdiente Beiträge f. e. R.	1.101,2	1.121,0	-1,8%	377,5	351,6	7,4%	148,2	134,2	10,4%
<b>Ertragskennzahlen (in Mio. €)</b>									
Gesamtergebnis	181,9	174,8	4,1%				21,2	18,7	13,4%
Ergebnis vor Steuern	33,4	20,8	60,6%	-15,6	-5,9	-164,4%	5,5	4,8	14,6%
Segmentergebnis	21,9	19,4	12,9%	-10,1	-3,5	-188,6%	3,8	3,5	8,6%
<b>sonstige Kennzahlen</b>									
Versicherungssumme Bestand (in Mrd. €)	158,4	152,8	3,7%						
Schaden-Kosten-Quote				103,2%	99,4%				
Versicherungsverträge in Tsd.	2.458	2.475	-0,7%	2.850	2.875	-0,9%	502	474	5,9%

Quelle: Solventis Research, NÜRNBERGER Beteiligungs-AG

### Segment Schaden

Dass 2023 ein schweres Jahr wird, hat die NÜRNBERGER bereits mit der Prognose angedeutet. Das Segmentergebnis vor Steuern lag mit -15,6 Mio. € (Vj. -5,9 Mio. €) unter Vorjahr. Nach Steuern sank das **Segmentergebnis** auf -10,1 Mio. € (Vj. -3,5 Mio. €). Das Ergebnis im H1'23 entsprach den Erwartungen des Vorstands. Im Vorjahr profitierte die NÜRNBERGER von einem hohen Ertrag aus einem Immobilienverkauf. Ohne diesen Sondereffekt wäre das Segmentergebnis besser als im Vorjahr ausgefallen. Im Jahr 2024 sollte die NÜRNBERGER wieder an die höheren Ergebnisse der Vergangenheit anknüpfen.

### NÜRNBERGER: Segmentergebnis Schaden (in Mio. €)



Quelle: Solventis Research, NÜRNBERGER Beteiligungs-AG

Das **Neugeschäft** erhöhte sich nur um 3,2% auf 76,3 Mio. € und der Ausblick für das Neugeschäft wurde von einem deutlichen Wachstum auf ein spürbares Wachstum angepasst. Der Fokus liegt dieses und auch nächstes Jahr auf der Bestandssanierung. Infolge der hohen Inflation hat die NAV die Prämien um 10% erhöht. Das lässt sich bereits an den **gebuchten Bruttobeiträgen** erkennen, die auf 579,0 Mio. € gestiegen sind. Im kommenden Jahr rechnen wir mit ähnlichen Prämien erhöhungen. Gleichzeitig wird sich gezielt von defizitären Geschäftsverbindungen getrennt. 2024 soll der Fokus auch wieder auf dem Neugeschäft liegen.

Die **Schaden-Kosten-Quote** war mit 103,2% (Vj. 99,4%) enttäuschend. Der Anstieg resultierte aus der steigenden Anzahl an kleinen und mittleren Schäden, die durch die neu geltenden Rückversicherungskonditionen nicht mehr gedeckt wurden. Die Verschlechterung der Konditionen sind auf die stark gestiegenen Rückversicherungskosten zurückzuführen. Um den Anstieg der Rückversicherungskosten zu begrenzen hat die NÜRNBERGER mit einem höheren Selbstbehalt gegengesteuert. Hinzu kommen die Inflation sowie steigende Aufwendungen für den Versicherungsbetrieb (140,0 Mio. €, Vj. 126,3 Mio. €). Der Vorstand erwartet eine Verbesserung im H2'23. Die Schaden-Kosten Quote soll 2023 ganzjährig unter 100% liegen. Größere Schäden im H2'23 traten bisher in Form von Überschwemmungen und Hagelereignissen auf.

#### **Segment Kranken**

Im Segment Kranken verlief alles planmäßig. Die **gebuchten Bruttobeiträge** stiegen auf 149,8 Mio. € (Vj. 134,6 Mio. €) und das Neugeschäft erhöhte sich um 22,8% auf 9,7 Mio. €. Belastet wurde das Neugeschäft erneut vom Rückgang bei der Krankheitskosten-Vollversicherungen. Eine Beitragserhöhung konnte hier erfolgreich durchgesetzt werden. Die **Anzahl der Versicherungsverträge** erhöhte sich um 5,9% auf 501.991.

Das **Gesamtergebnis** stieg auf 21,2 Mio. € (Vj. 18,7 Mio. €) und das **Segmentergebnis** auf 3,8 Mio. € (Vj. 3,5 Mio. €).

#### **Segment Bankdienstleistungen**

Eine sehr gute Geschäftsentwicklung verzeichnete die Fürst Fugger Privatbank AG. Trotz rückläufiger Provisionserlöse (24,0 Mio. €, Vj. 26,9 Mio. €) konnte das Segmentergebnis auf 4,9 Mio. € (Vj. 0,7 Mio. €) gesteigert werden. Der Anstieg resultierte aus gestiegenen **Nettoerträgen aus Kapitalanlagen** (inkl. Zinsergebnis), welche aufgrund geringerer außerplanmäßiger Abschreibungen wieder mit 4,1 Mio. € (Vj. -4,8 Mio. €) positiv waren. In der zweiten Jahreshälfte soll sich die positive Entwicklung fortsetzen. Wir gehen davon aus, dass die ursprüngliche Prognose von 7 Mio. € übertroffen wird.

### Ausblick 2023

Die NÜRNBERGER hat ihre Prognose für das Konzernergebnis 2023 bestätigt. Im H2'23 muss mindestens ein Gewinn von 37,8 Mio. € erwirtschaftet werden, damit die Prognose von 60 Mio. € erreicht wird. Aus unserer Perspektive sollte dies unproblematisch sein, da die NBG eine deutliche Verbesserung im Segment Schaden erwartet. Sondereffekte - wie in den letzten Jahren - sind nicht zu erwarten. Die Senkung der Prognose für die gebuchten Beiträge und das Neugeschäft ist auf die niedrigeren Einmalbeiträge zurückzuführen.

#### NÜRNBERGER: Übersicht Unternehmensprognose

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

(): Wortlaut GB 2022

Quelle: Solventis Research, NÜRNBERGER Beteiligungs-AG

## Bewertung

Innerhalb der GuV kam es zu Veränderungen, die schlussendlich keine Auswirkungen auf den Konzernjahresüberschuss (Schätzung: 60 Mio. €) hatten. Aufgrund des gestiegenen Zinsumfelds erhöhen wir den risikofreien Zinssatz von 2,50% auf 3,00%. Die Wachstumsrate im TV erhöhen wir von 1,00% auf 1,25%.

In unserem **Dividendendiskontierungsmodell** erhalten wir nun einen **fairen Wert** von **77,37 €** (vorher: 82,43 €) je NBG-Aktie.

### 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	108,5%	117,6%	127,6%	138,4%	150,1%	162,8%	176,6%	191,5%	207,7%	225,3%	244,4%
Diskontierte Dividenden	3,23 €	2,98 €	2,90 €	2,89 €	2,86 €	2,76 €	2,66 €	2,56 €	2,46 €	2,40 €	2,29 €
Summe Diskontierte Dividenden	29,98										
Diskontierte TV	47,38										
<b>Fairer Wert der Aktie</b>	<b>77,37 €</b>										

Quelle: Solventis Research, NÜRNBERGER Beteiligungs-AG

In unserem **ERM-Modell** erhalten wir jetzt einen **fairen Wert** von **83,19 €** (vorher: 88,37 €) je NBG-Aktie.

### 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	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%
Eigenkapitalkosten absolut	80,3	82,0	83,6	87,0	90,8	95,2	99,7	104,4	109,4	114,6	120,0
überschüssiger Ertrag (Excess Return)	-20,3	-22,0	-2,8	-0,2	7,5	7,7	7,9	8,2	8,4	8,7	8,2
TV Excess Return											48,0
Kumulierte Eigenkapitalkosten	108,5%	117,6%	127,6%	138,4%	150,1%	162,8%	176,6%	191,5%	207,7%	225,3%	244,4%
Barwert Excess Return	-18,7	-18,7	-2,2	-0,1	5,0	4,7	4,5	4,3	4,1	3,9	3,4
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	10										
Wert des EK	958										
Anzahl Aktien (in Mio.)	11,52										
<b>Wert pro Aktie</b>	<b>83,19 €</b>										

Quelle: Solventis Research, NÜRNBERGER Beteiligungs-AG

**Durch diese Anpassungen sinkt das Kursziel für die NBG-Aktie auf 80,50 € (vorher: 85,50 €). Wir 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 € 03.10.23	KGV 2022	KGV 2023e	KGV 2024e	Kurs/ Buch- wert 2021	Kurs/ Buch- wert 2023e	Kurs/ Buch- wert 2024e	Dividend en- rendite 2023e
AXA SA	27,31	9,2	8,1	7,5	1,3	1,3	1,2	6,5%
Allianz SE	220,95	12,6	9,5	8,6	1,5	1,5	1,4	5,7%
Wuestenrot & Wuerttembergische AG	14,34	5,6	5,4	5,1	0,3	0,3	0,3	4,2%
Talanx AG	59,50	9,6	10,3	9,3	1,3	1,5	1,3	4,5%
Zurich Insurance Group AG	427,04	15,5	12,4	11,3	2,8	2,5	2,4	5,8%
Uniq Insurance Group AG	7,53	5,6	7,6	7,0	1,0	0,9	0,8	7,9%
Swiss Life Holding AG	583,84	10,0	12,7	11,8	1,6	1,5	1,4	6,2%
DFV Deutsche Familienversicherung AG	7,32	125,0	29,1	15,5	1,9	1,3	1,2	0,0%
<b>Durchschnitt (ungewichtet)</b>		<b>24,1</b>	<b>11,9</b>	<b>9,5</b>	<b>1,4</b>	<b>1,3</b>	<b>1,2</b>	<b>5,1%</b>
<b>MEDIAN</b>		<b>9,8</b>	<b>9,9</b>	<b>9,0</b>	<b>1,4</b>	<b>1,4</b>	<b>1,3</b>	<b>5,7%</b>
<b>NÜRNBERGER Beteiligungs-AG *</b>	<b>68,50</b>	<b>12,4</b>	<b>13,1</b>	<b>9,9</b>	<b>0,9</b>	<b>0,8</b>	<b>0,8</b>	<b>5,1%</b>
<b>Abweichung vom Median</b>		<b>27,0%</b>	<b>33,3%</b>	<b>10,0%</b>	<b>-34,9%</b>	<b>-41,1%</b>	<b>-37,7%</b>	<b>-11,0%</b>

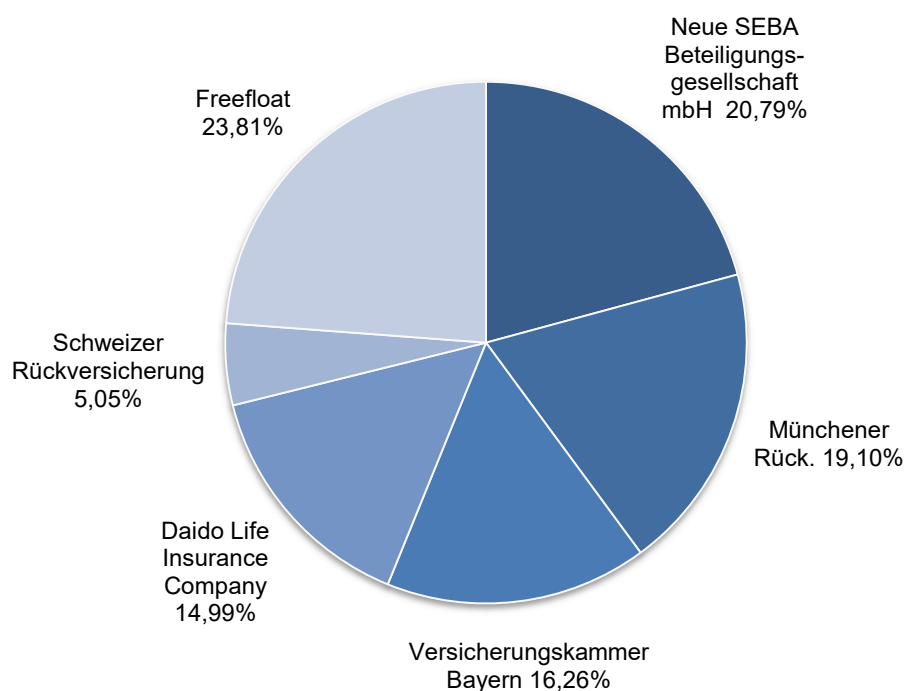
\* NÜRNBERGER Beteiligungs-AG Zahlen sind Solventis-Schätzungen  
Quelle: Solventis Research, NÜRNBERGER Beteiligungs-AG

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%	50,0	-4,6%	25,0	-50,0%	25,0	0,0%
Aufwendungen für Versicherungsfälle f. e. R.	-2.591,0	8,6%	-2.634,5	-1,7%	-2.678,7	-1,7%	-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%	-691,7	-6,3%	-686,9	0,7%	-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%	142,2	-12,8%	170,7	20,1%	175,2	2,7%
Sonstige Aufwendungen	-190,0	-3,6%	-161,0	15,3%	-198,3	-23,2%	-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%	8.965,7	5,4%	9.491,2	5,9%	10.076,7	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>34.603,7</b>	<b>2,8%</b>	<b>35.784,2</b>	<b>3,4%</b>	<b>37.115,0</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%	22.890,0	2,0%	23.494,8	2,6%	24.183,5	2,9%
Versicherungstechnische Rückstellungen im Bereich der LV- & UV*	8.552,7	-21,9%	9.018,3	5,4%	9.546,8	5,9%	10.135,8	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>34.603,7</b>	<b>2,8%</b>	<b>35.784,2</b>	<b>3,4%</b>	<b>37.115,0</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: **04.10.2023, 10:00 Uhr**, erstmalige Veröffentlichung: **04.10.2023, 11:00 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
05.04.2023	Schlote, Löchner	Kaufen	85,50 €	76,00 €	12 Monate
04.10.2023	Schlote, Löchner	Kaufen	80,50 €	68,50 €	12 Monate

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

Empfehlungsübersicht Research-Reports (01.10.22 - 30.09.23)			Auftrags-research	
		in %		in %
Kaufen	57	93,4%	48	78,7%
Halten	2	3,3%	2	3,3%
Verkaufen	0	0,0%	0	0,0%
Insgesamt	2	3,3%	2	3,3%

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.**