

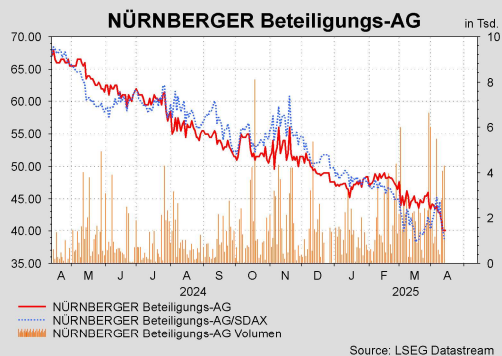
NÜRNBERGER Beteiligungs-AG

Kaufen (Kaufen)

Kursziel	60,00 € (60,00 €)
Kurspotenzial	49,6%
Kurs (14.04.2025)	40,10 €
ISIN	DE0008435967
Marktkapitalisierung	462,0 Mio. €
Anzahl Aktien	11,5 Mio.
Marktsegment	Scale
Homepage	www.nuernberger.com

Kennzahlen und Prognosen

Je Aktie in €	2024	2025e	2026e	2027e
Bruttobeiträge (Mrd. €)	3,67	3,48	3,55	3,64
EBT (Mio. €)	-9,9	57,9	114,4	135,8
Konzern-JÜ (Mio. €)	-78,5	40,0	80,0	95,0
Ergebnis je Aktie	-6,82	3,47	6,94	8,25
Dividende je Aktie	0,14	1,50	3,00	3,50
Buchwert je Aktie	72,16	75,49	80,94	86,19
KGV	-	11,5	5,8	4,9
Kurs/Buchwert	0,66	0,53	0,50	0,47
ROE	-9,0%	4,7%	8,9%	9,9%
Dividendenrendite	0,3%	3,7%	7,5%	8,7%



Finanzkalender

- 14.05.2025 Hauptversammlung
- 18.09.2025 Halbjahresbericht

Aktionärsstruktur

19,1% Münchener Rück
 18,8% Neue SEBA Beteiligungsgesellschaft mbH
 25,8% Freefloat

Analysten

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

Nach Rückschlag 2024: NÜRNBERGER strebt für 2025 schwarze Zahlen an

Die NÜRNBERGER Beteiligungs-AG hat das Gj. 2024 mit einem hohen Konzernverlust von -78,5 Mio. € abgeschlossen (Vj. +41,7 Mio. €), der im Rahmen der angepassten Prognose von -65 bis -85 Mio. € lag. Verantwortlich für den hohen Verlust war das Segment Schaden, das 2024 mit einem Verlust von -157,4 Mio. € (Vj. -24,0 Mio. €) beendete. Die Gewinnzone soll im Segment Schaden 2027 wieder erreicht werden. Besser als prognostiziert entwickelten sich die Ergebnisse in den Segmenten Leben (48,6 Mio. €, Vj. 46,1 Mio. €) sowie Bankdienstleistungen (13,2 Mio. €, Vj. 11,1 Mio. €). Im Segment Kranken wurde das Ziel von 7,5 Mio. € mit 6,7 Mio. € (Vj. 6,1 Mio. €) verfehlt. Das Asset Management überzeugte mit einem Gewinn von 18,7 Mio. € (Vj. 16,9 Mio. €). Aufgrund des hohen Konzernverlusts soll für 2024 lediglich die Mindestdividende von 0,14 € (Vj. 3,50 €) gezahlt werden. Für 2025 rechnet der Vorstand mit einer deutlichen Verbesserung des Konzernergebnisses auf rd. 40 Mio. €. Wir bestätigen unser Kursziel von 60,00 € und empfehlen die NBG-Aktie weiter zum Kauf.

Der Konzernumsatz stieg 2024 um 4,3% auf 4,5 Mrd. €. Alle drei Umsatzkomponenten – gebuchte Beiträge (+3,3%, 3,7 Mrd. €), Erträge aus Kapitalanlagen (+8,7%, 813 Mio. €) und Provisionserlöse (+4,0%, 67 Mio. €) – leisteten einen positiven Beitrag. Das Neugeschäft verringerte sich wie erwartet um 4,5% auf 488 Mio. €. Das Neugeschäft der Lebensversicherung ging um 21,9 Mio. € zurück.

Das Segment Schaden litt auch 2024 unter hohen Schäden in der Kfz- und Gebäudeversicherung, die insbesondere durch Groß- und Elementarschäden verursacht wurden. Das angestoßene Sanierungsprogramm „back2black“ zeigt erste positive Effekte, wie die Senkung der Basisschadenquote. Zu den wichtigsten Maßnahmen zählen: signifikante Beitragserhöhungen, Sanierung des Portfolios, Neuausrichtung der Zeichnungspolitik, Optimierung des Rückversicherungsschutzes sowie eine Exzellenz-Initiative in der Versicherungstechnik. Zusätzlich setzt die NÜRNBERGER auf profitables Wachstum in fokussierten Geschäftsfeldern und konzentriert sich verstärkt auf die Produktlinien Private und Business Line.

Im Vorstand wird es zum Jahresende **personelle Veränderungen** geben. Dr. Jürgen Voß, der Kapitalanlagen- und Finanzvorstand, wird den Vorstand verlassen. Er wird dem Unternehmen als Berater und als Aufsichtsratsvorsitzende der Fürst Fugger Privatbank AG erhalten bleiben. Ein Nachfolger für Dr. Voß wurde noch nicht bekannt gegeben. Im Aufsichtsrat wird es aufgrund persönlicher und gesundheitlicher Gründe drei Veränderungen geben. So wird u. a. der Aufsichtsratsvorsitzende Walter Bockschecker sein Amt mit Wirkung zum 14.05.2025 niederlegen.

Für 2025 rechnet die NÜRNBERGER im Segment Schaden mit einer deutlichen Ergebnisverbesserung, allerdings wird weiterhin ein Verlust im mittleren zweistelligen Mio. €-Bereich erwartet. Für die Segmente Leben und Kranken zeigt sich der Vorstand optimistisch. Hier wird eine Steigerung im Vergleich zu 2024 prognostiziert. Im Segment Bankdienstleistungen zeigt sich der Vorstand vorsichtiger. Nach dem sehr guten Ergebnis 2024 wird für 2025 mit einem leichten Rückgang gerechnet. **Mittelfristig** strebt die NÜRNBERGER bis 26/27 ein **Konzerngewinn** von **80 - 100 Mio. €** an, wobei 2026 eher mit dem unteren Ende der Prognose zu rechnen ist.

Update Strategieprogramm #vomICHzumWIR

Das Strategieprogramm #vomICHzumWIR, das 2023 gestartet wurde, läuft weiterhin auf Hochtouren. Nach dem Jahresmotto #FIT2024 im vergangenen Jahr steht 2025 unter dem Leitgedanken #WIRmachen2025.

Im Fokus des Programms steht das Effizienzprogramm „Fit für die Zukunft“, das bereits sichtbare Erfolge zeigt. Bis Ende März 2025 konnten rd. 60 Mio. € an Einsparungen fixiert werden. Insgesamt will die NÜRNBERGER mit mehr als 250 Maßnahmen mindestens 75 Mio. € pro Jahr einsparen. Das angestrebte Zielkostenniveau von 398 Mio. € soll bis 2026 erreicht werden. Der Vorstand zeigt sich mit den bisherigen Fortschritten zufrieden.

Die folgenden drei strategische Handlungsfelder stehen dabei im Mittelpunkt:

- **Fokussierung:** Ausrichtung aller Prozesse auf neues Geschäftsmodell, Abbau nicht passender Aktivitäten
- **Leistungsverzicht:** Reduzierung von Services ohne wesentlichen Mehrwert
- **Prozessoptimierung:** Kostenreduktion und Verbesserung der Produktivität durch End-to-End-Optimierung von Kerngeschäftsprozessen

Als Folge dieser Maßnahmen wird es bis Ende 2026 zum Wegfall von rd. 600 Vollzeit Arbeitsplätzen kommen. Die wohl bekannteste Sparmaßnahme ist das Ende des Trikotsponsorings beim 1. FC Nürnberg.

Auch im Beteiligungsportfolio macht die NÜRNBERGER Fortschritte. 2024 kam es zu folgenden Veränderungen:

- Verkauf der Getsurance GmbH
- Verschmelzung der NÜRNBERGER Beamten Lebensversicherung AG auf die NÜRNBERGER Lebensversicherung AG
- Verkauf der NÜRNBERGER Pensionsfonds AG

Die Veräußerungen werden auch 2025 fortgesetzt. Geplant ist u. a. der Verkauf der 25%-Beteiligung an der Bene Assicurazioni S.p.A.

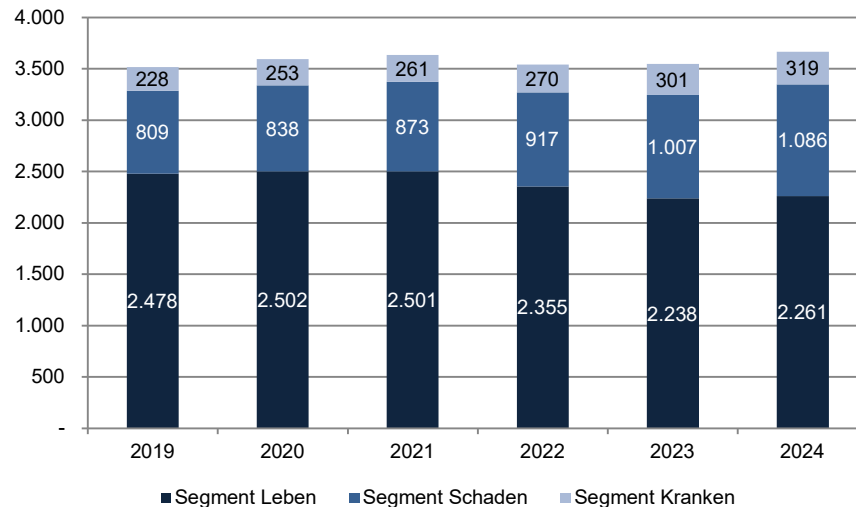
Geschäftsmodell Prävention

Die NÜRNBERGER verfolgt das Ziel, sich zu einem Präventionsversicherer zu entwickeln. Im Mittelpunkt steht dabei der Anspruch, Risiken aus Klimawandel und demografischem Wandel durch vorbeugende Maßnahmen frühzeitig zu minimieren und so langfristig bezahlbaren Versicherungsschutz zu gewährleisten. Die Arbeiten an diesem neuen Geschäftsmodell sind 2024 deutlich vorangekommen. Neben der Entwicklung von Produkten mit klaren Präventionsmerkmalen prüft die NÜRNBERGER auch Kooperationen mit Dienstleistungs- und Technologiepartnern, die innovative und attraktive Lösungen im Präventionsumfeld anbieten.

GuV: Gebuchte Bruttobeiträge steigen – Hoher Verlust im Segment Schaden belastet

Die **gebuchten Bruttobeiträge** erhöhten sich 2024 auf 3.665,4 Mio. € (Vj. 3.546,8 Mio. €). Alle Geschäftssegmente haben zum Wachstum beigetragen.

NÜRNBERGER: gebuchte Bruttobeiträge in Mio. €



Quelle: Solventis Research, NÜRNBERGER Beteiligungs-AG

Wie erwartet ging das **Neugeschäft** im Jahr 2024 erneut zurück und lag bei 488,3 Mio. € (Vorjahr: 511,4 Mio. €). Ursächlich war die Lebensversicherung, deren Neugeschäft um 21,9 Mio. € (davon 10,3 Mio. € Einmalbeiträge) sank.

Die **Nettoerträge aus Kapitalanlagen** der **konventionellen Versicherung** sowie der **fondsgebundenen Versicherung** stiegen auf 551,9 Mio. € (Vj. 526,4 Mio. €) bzw. 73,8 Mio. € (Vj. 63,0 Mio. €).

Die **Aufwendungen für Versicherungsfälle f. e. R.** erhöhten sich auf 2.802,3 Mio. € (Vj. 2.611,4 Mio. €). Der Anstieg ist auf die beiden Segmente Leben und Schaden zurückzuführen.

Geringere Abschlussaufwendungen in der Lebensversicherung, führen zu einem Rückgang der **Aufwendungen für den Versicherungsbetrieb f. e. R.** auf 685,4 Mio. € (Vj. 704,5 Mio. €).

Bei den **Schwankungsrückstellungen und ähnlichen Rückstellungen** wurden 68,3 Mio. € aufgelöst nach 40,3 Mio. € im Vorjahr.

Einen deutlichen Anstieg verzeichnete die NÜRNBERGER bei den **sonstigen Erträgen**, die sich auf 206,9 Mio. € (Vj. 159,9 Mio. €) erhöhten. Ursächlich war v. a. die Auflösung von Rückstellungen. Die **sonstigen Aufwendungen** waren mit 182,3 Mio. € nur leicht über dem Vorjahreswert (Vj. 179,0 Mio. €). Die **Abschreibungen auf den Geschäfts- und Firmenwert** blieben mit 0,2 Mio. € konstant.

Das **Ergebnis der normalen Geschäftstätigkeit** fiel auf 27,2 Mio. € (Vj. 65,7 Mio. €).

Die Aufwendungen für das Effizienzprogramm „Fit für die Zukunft“ führten zu einem **außerordentlichen Ergebnis** von -37,1 Mio. € (Vj. 0).

Aufgrund der Wertberichtigung auf aktive latente Steuern im Segment Schaden stieg der **Steueraufwand** auf 67,1 Mio. € (Vj. 22,9 Mio. €). Dies führte zu einem **Konzernverlust** von -77,0 Mio. € (Vj. +42,8 Mio. €). Nach Abzug der Minderheiten ergibt sich ein **Konzernjahresfehlbetrag** von -78,5 Mio. € (Vj. Konzernjahresüberschuss von 41,7 Mio. €).

Segment Schaden belastete Konzernergebnis in den letzten Jahren

Die negative Entwicklung des Konzernergebnisses in den letzten Jahren ist größtenteils auf Verluste im Segment Schaden zurückzuführen. Erst ab 2027 plant der Vorstand wieder mit einem positiven Beitrag zum Konzernergebnis.

NÜRNBERGER: Konzernergebnis ohne Segment Schaden

	2020	2021	2022	2023	2024	2025e
Konzernergebnis ohne Schaden	58,8	78,5	51,8	66,8	80,4	80
Konzernergebnis mit Schaden	77,4	64,3	69,8	42,8	-77,0	40

Quelle: Solventis Research, NÜRNBERGER Beteiligungs-AG

Bilanz: Eigenkapital geht zurück

Die Bilanzsumme erhöhte per Ende 2024 auf 36,6 Mrd. € (Vj. 35,0 Mrd. €). Der Anstieg resultierte im Wesentlichen aus den **Kapitalanlagen für Rechnung und Risiko von Inhabern von LV & UV** (9,4 Mrd. €), die um 1,4 Mrd. € auf 10,8 Mrd. € zulegten.

Auf der Passivseite verringerte sich das **Eigenkapital** aufgrund des hohen Verlustes auf 848,5 Mio. € (Vj. 966,6 Mio. €). Wesentliche Veränderungen gab es auf der Passivseite bei den **versicherungstechnischen Rückstellungen im Bereich der LV & UV** auf 10,8 Mrd. € (Vj. 9,4 Mrd. €)

Segment Leben: Neugeschäft rückläufig – Ergebnis steigt

Das **Neugeschäft** verringerte sich wie prognostiziert auf 327,2 Mio. € (Vj. 349,1 Mio. €). Dabei ging das Neugeschäft aus laufenden Beiträgen um 5,2% und aus Einmalbeiträgen um 7,8% zurück. Trotz des rückläufigen Neugeschäfts konnten die **gebuchten Bruttobeiträge** um 1,0% auf 2.261,0 Mio. € (Vj. 2.238,4 Mio. €) gesteigert werden. Die Anzahl der Verträge im Versicherungsbestand verringerte sich um 1,0%.

Der Trend bei der **Abschlusskostenquote** setzte sich fort. Sie verbesserte sich erneut und beträgt nun 4,9% (Vj. 5,2%). Gegenläufig entwickelte sich hingegen die **Verwaltungskostenquote**, die auf 4,1% (Vj. 3,9%) stieg.

Das **Gesamtergebnis** verbesserte sich auf 424,6 Mio. € (Vj. 387,9 Mio. €). Nach Abzug der Rückstellung für Beitragsrückerstattung ergibt sich ein **Segmentergebnis** von 48,6 Mio. € (Vj. 46,1 Mio. €). Damit wurde die Prognose eines kaum veränderten Segmentergebnisses übertroffen.

NÜRNBERGER: Segmentübersicht

	Segment Leben			Segment Schaden			Segment Kranken		
	2024	2023	yoy	2024	2023	yoy	2024	2023	yoy
Beiträge (in Mio. €)									
Neubeiträge	327,2	349,1	-6,3%	139,0	142,2	-2,3%	22,1	20,1	10,0%
Gebuchte Bruttobeiträge	2.261,0	2.238,4	1,0%	1.085,8	1.007,3	7,8%	318,6	301,2	5,8%
Verdiente Beiträge f. e. R.	2.201,1	2.186,3	0,7%	834,5	758,9	10,0%	307,8	299,6	2,7%
Ertragskennzahlen (in Mio. €)									
Gesamtergebnis	424,6	387,9	9,5%				24,2	23,5	3,0%
Ergebnis vor Steuern	70,8	63,5	11,5%	-129,5	-31,3	-313,7%	9,0	8,0	12,5%
Segmentergebnis	48,6	46,1	5,4%	-157,4	-24,0	-555,8%	6,7	6,1	9,8%
sonstige Kennzahlen									
Solvenzquote	544%	520%		116%	122%		413%	401%	
Schaden-Kosten-Quote				116,0%	104,6%				
Versicherungsverträge in Tsd.	2.430	2.455	-1,0%	2.711	2.819	-3,8%	559	526	7,1%

Quelle: Solventis Research, NÜRNBERGER Beteiligungs-AG

Segment Schaden: Schlechte Entwicklung setzt sich fort

Die **gebuchten Bruttobeiträge** stiegen aufgrund von Summen- und Beitragsanpassungen auf 1.085,8 Mio. € (Vj. 1.007,3 Mio. €). Wie schon im Vorjahr verzeichnete nur der Versicherungszweig Unfallversicherung einen Beitragsrückgang. Das **Neugeschäft** reduzierte sich auf 139,0 Mio. € (Vj. 142,2 Mio. €).

Der Schadenaufwand war 2024 erneut sehr hoch. Besonders betroffen waren die Kfz- und Gebäudeversicherung, in denen es erneut zu überdurchschnittlich hohen Großschäden und Elementarschadenereignisse kam. In der Kfz-Versicherung schlugen zusätzlich inflationsbedingte Kostensteigerungen zu Buche, insbesondere durch eine Vervielfachung der Ersatzteilpreise und einem deutlichen Anstieg der Stundensätze. Darüber hinaus entstanden Mehraufwendungen durch Nachreservierungen für Vorjahresschäden sowie einen zusätzliche Reserveverstärkungen. In der Folge stieg die **Schaden-Kosten-Quote (brutto)** deutlich auf 116,0% (Vorjahr: 104,6%).

Das **versicherungstechnische Nettoergebnis vor Schwankungsrückstellungen** (nach Rückversicherung) war mit -184,8 Mio. € (Vj. -77,5 Mio. €) tiefrot. Auch nach Auflösung von **Schwankungsrückstellungen** war das Ergebnis mit -116,5 Mio. €

(Vj. -37,3 Mio. €) auch tiefrot. Das **Segmentergebnis vor Steuern** belief sich auf -129,5 Mio. € (Vj. -31,3 Mio. €). Trotz des hohen Verlustes entstand aufgrund einer Wertberichtigung auf aktive latente Steuern von 21,0 Mio. € ein **Steueraufwand** von 27,9 Mio. € (Vorjahr: Steuerertrag von 7,3 Mio. €). Unterm Strich beträgt der **Verlust** 157,4 Mio. € (Vj. 24,0 Mio. €).

NÜRNBERGER: Kennzahlen Segment Schaden

	Gebuchte Bruttobeiträge in Mio.€			Schaden-Kosten-Quote	
	2024	2023		2024	2023
Unfallversicherung	99,5	103,2	-3,6%	81,3%	77,4%
Haftpflichtversicherung	93,4	89,6	4,2%	156,7%	103,7%
Kraftfahrzeug-Haftpflichtversicherung	185,9	178,7	4,0%	137,3%	109,9%
Sonstige Kraftfahrtversicherung	171,5	159,9	7,3%	125,0%	134,4%
Feuer- und Sachversicherung	299,1	274,0	9,2%	100,8%	98,7%
Transport- und Luftfahrtversicherung	86,3	59,3	45,4%	-	-
Rechtsschutzversicherung	95,0	91,4	4,0%	91,7%	90,1%
Sonstige Versicherungen	55,0	51,1	7,7%	156,2%	101,2%
Gesamtes Versicherungsgeschäft	1.085,8	1.007,3	7,8%	116,0%	104,6%

Quelle: Solventis Research, NÜRNBERGER Beteiligungs-AG

Segment Kranken: Ergebnis bleibt hinter den Erwartungen zurück

Die **gebuchten Bruttobeiträge** stiegen 2024 auf 318,6 Mio. € (Vj. 301,2 Mio. €). Das Neugeschäft (22,1 Mio. €, Vj. 20,1 Mio. €) profitierte erneut vom starken Absatz von Zusatzversicherungen. Besonders erfolgreich war dabei die betriebliche Krankenversicherung (bKV). Die **Anzahl der Versicherungsverträge** erhöhte sich von 526.010 auf 559.334.

Die **Schadenquote** ist erneut gestiegen und erreichte 62,4% (Vj. 60,2%). Auch die **Verwaltungskostenquote** legte auf 4,2% (Vj. 3,9%) wieder zu.

Das **Gesamtergebnis** blieb mit 24,2 Mio. € (Vj. 23,5 Mio. €) unter den Erwartungen, die einen spürbaren Anstieg vorsahen. Auch das **Segmentergebnis** verfehlte mit 6,7 Mio. € (Vorjahr: 6,1 Mio. €) die Prognose von 7,5 Mio. €.

Segment Bankdienstleistungen: Erneut hoher Gewinn

Auch 2024 war ein erfolgreiches Jahr für die Fürst Fugger Privatbank. Die **Assets under Management** stiegen auf 6,8 Mrd. € (Vj. 6,2 Mrd. €). Die **Provisionserlöse** konnten von 49,6 Mio. € auf 54,3 Mio. € gesteigert werden. Ebenso legten die **Nettoerträge aus Kapitalanlagen** (inkl. Zinsergebnis) auf 21,9 Mio. € (Vj. 19,4 Mio. €) zu. Nach Berücksichtigung sonstiger Erträge und Aufwendungen ergibt sich ein **Ergebnis vor Steuern** von 19,5 Mio. € (Vj. 16,6 Mio. €). Das **Segmentergebnis** übertraf mit 13,2 Mio. € (Vj. 11,1 Mio. €) die Prognose von 10 Mio. € deutlich.

Ausblick 2025

Für 2025 prognostiziert der GDV in **Deutschland** ein Beitragswachstum von 5,0%. In den für die NÜRNBERGER relevanten Sparten sieht das Beitragswachstum wie folgt aus:

- Lebensversicherung: +1,3%
 - Laufende Beiträge: -0,3%
 - Einmalgeschäft: +4,8%
- Private Krankenversicherung: +7,5%
- Schadensversicherung: +7,5%

Im **Segment Leben** nimmt der Vorstand einen spürbaren Rückgang im Neugeschäft in Kauf, da die NÜRNBERGER den Einkommensschutz fokussiert, bei dem das Neugeschäft weiterhin wächst. Der geplante Rückgang resultiert aus der Reduzierung der Aktivitäten bei fondsgebundenen Versicherungen sowie dem Verkauf der NÜRNBERGER Pensionsfonds AG. Die gebuchten Beiträge werden trotzdem konstant erwartet. Aufgrund eines schwächeren Kapitalanlageergebnis erwartet die NÜRNBERGER einen spürbaren Rückgang beim Gesamtergebnis. **Dennoch soll das Segmentergebnis auf 51 Mio. € (Vj. 48,6 Mio. €) steigen.**

Im **Segment Schaden** wird 2025 weiterhin von der Sanierung geprägt sein. Der Fokus liegt auf Sanierungsmaßnahmen und Bestandsbereinigungen. Mit Preiserhöhungen und der Trennung von defizitärem Geschäft soll das Portfolio signifikant reduziert werden. Daher wird das Neugeschäft deutlich zurückgehen und die gebuchten Beiträge erheblich reduziert. Trotz der Preiserhöhungen rechnet der Vorstand mit einer Schaden-Kosten-Quote (Brutto) von über 100%. Dies führt zusammen mit einem steigenden Aufwand für Rückversicherungen und Schwankungsrückstellung zu einem klar negativen versicherungstechnischen Ergebnis. **Das Segmentergebnis soll sich zwar erheblich verbessern, wird aber weiterhin im mittleren zweistelligen Mio. €-Bereich negativ sein (Vj. -157,4 Mio. €).** Auf Basis der Guidance des Konzerns dürfte dies bei einem sonstigen Ergebnis auf Vorjahresniveau einem Verlust von rd. -40 Mio. € entsprechen.

Im **Segment Kranken** liegt der Fokus weiterhin auf Zusatzversicherungen. Um auch zukünftig profitabel wachsen zu können, wurde beschlossen, das Neugeschäft in der bKV zu begrenzen. Daher rechnet die NÜRNBERGER 2025 mit einem spürbaren Rückgang im Neugeschäft. Die gebuchten Beiträge sollen dennoch weiter deutlich wachsen. Während das Gesamtergebnis auf 19 Mio. € (Vj. 24,2 Mio. €) zurückgehen soll, **erwartet die NÜRNBERGER beim Segmentergebnis eine Steigerung auf rd. 7 Mio. € (Vj. 6,7 Mio. €).**

Im **Segment Bankdienstleistungen** wird nach dem sehr guten Vorjahr ein **Rückgang des Segmentergebnisses auf 10 Mio. € (Vj. 13,2 Mio. €) erwartet.** Dabei wird mit einem spürbaren Rückgang beim Provisionsergebnis und einem deutlichen Anstieg beim Zinsergebnis gerechnet.

Auf **Konzernebene** führt dies zu einer spürbaren Minderung der gebuchten Beiträge und einem deutlichen Rückgang des Neugeschäfts. **Alles in allem stellt die NÜRNBERGER ein Konzernergebnis in der Größenordnung von 40 Mio. € (Vj. -77,0 Mio. €) in Aussicht.**

Die NÜRNBERGER hat für die Prognose 2025 unter folgenden Annahmen getroffen:

- Inflationsrate auf Vorjahresniveau
- etwas höheren Marktzins als zum Jahresschluss 2024
- durchschnittlich positive Wertentwicklung am Aktienmarkt
- ausbleiben nennenswerter Schuldnerfälle

NÜRNBERGER: Übersicht Unternehmensprognose

Segment	Gebuchte Beiträge	Neugeschäft	Ergebnis
Leben	unverändert	spürbaren Rückgang	51 Mio. €
Schaden	erhebliche Verringerung	deutlichen Rückgang	negativer mittlerer zweistelliger Mio. €-Betrag
Kranken	spürbaren Zuwachs	spürbaren Rückgang	rd. 7 Mio. €
Bankdienstleistungen	Provision: spürbarer Rückgang	Zinsergebnisses: deutlichen Anstieg	10 Mio. €
Konzern	spürbare Minderung	spürbaren Rückgang	rd. 40 Mio. €

Quelle: Solventis Research, NÜRNBERGER Beteiligungs-AG

Bewertung

Für 2025 erwarten wir, dass die NBG ein Konzernergebnis von 40 Mio. € (vorher: 50 Mio. €) erzielt. Unsere Schätzung für 2026 lassen wir unverändert bei 80 Mio. €. Wir gehen davon aus, dass die Dividende in den nächsten Jahren sukzessive erhöht wird.

In unserem **Dividendendiskontierungsmodell** erhalten wir einen neuen **fairen Wert** von **59,83 €** je NBG-Aktie (vorher: 57,52 €).

NÜRNBERGER: Dividendendiskontierungsmodell (DDM)

	2025e	2026e	2027e	2028e	2029e	2030e	2031e	2032e	2033e	2034e	2035e
Konzernjahresüberschuss	40,0	80,0	95,0	100,0	105,0	110,0	115,0	120,0	125,0	126,6	128,1
Wachstumsrate	150,9%	100,0%	18,8%	5,3%	5,0%	4,8%	4,5%	4,3%	4,2%	1,3%	1,3%
Ergebnis je Aktie	3,47 €	6,94 €	8,25 €	8,68 €	9,11 €	9,55 €	9,98 €	10,42 €	10,85 €	10,99 €	11,12 €
Dividende je Aktie	1,50 €	3,00 €	3,50 €	4,00 €	4,40 €	4,60 €	4,80 €	5,00 €	5,20 €	5,40 €	5,50 €
Ausschüttungsquote	43,2%	43,2%	42,4%	46,1%	48,3%	48,2%	48,1%	48,0%	47,9%	49,2%	49,4%
Kumulierte EK-Kosten	109,9%	120,8%	132,7%	145,9%	160,3%	176,2%	193,6%	212,8%	233,9%	257,0%	282,5%
Diskontierte Dividenden	1,36 €	2,48 €	2,64 €	2,74 €	2,74 €	2,61 €	2,48 €	2,35 €	2,22 €	2,10 €	1,95 €
Summe Diskontierte Dividenden	25,68 €										
Diskontierte TV	34,14 €										
Fairer Wert der Aktie	59,83 €										

Quelle: Solventis Research, NÜRNBERGER Beteiligungs-AG

In unserem **ERM-Modell** erhalten wir einen fairen Wert von **60,46 €** je NBG-Aktie (vorher: 62,18 €).

NÜRNBERGER: Excess-Return-Modell (ERM)

	2025e	2026e	2027e	2028e	2029e	2030e	2031e	2032e	2033e	2034e	2035e
Buchwert EK (zu Beginn des Jahres)	831,3	869,7	932,4	992,9	1.052,5	1.111,5	1.170,8	1.232,8	1.297,5	1.364,9	1.431,5
Return on Equity	4,7%	8,9%	9,9%	9,8%	9,7%	9,6%	9,6%	9,5%	9,4%	9,1%	9,0%
Konzernjahresüberschuss	40,0	80,0	95,0	100,0	105,0	110,0	115,0	120,0	125,0	126,6	128,1
Eigenkapitalkosten	9,9%	9,9%	9,9%	9,9%	9,9%	9,9%	9,9%	9,9%	9,9%	9,9%	9,9%
Eigenkapitalkosten absolut	82,3	86,1	92,3	98,3	104,2	110,0	115,9	122,0	128,5	135,1	141,7
überschüssiger Ertrag (Excess Return)	-42,3	-6,1	2,7	1,7	0,8	0,0	-0,9	-2,0	-3,5	-8,6	-13,6
TV Excess Return											-236,9
Kumulierte Eigenkapitalkosten	109,9%	120,8%	132,7%	145,9%	160,3%	176,2%	193,6%	212,8%	233,9%	257,0%	282,5%
Barwert Excess Return	-38,5	-5,1	2,0	1,2	0,5	0,0	-0,5	-1,0	-1,5	-3,3	-4,8
Thesaurierungsrate	56,8%	56,8%	57,6%	53,9%	51,7%	51,8%	51,9%	52,0%	52,1%	50,8%	50,6%
Thesaurierung	22,7	45,4	54,7	53,9	54,3	57,0	59,7	62,4	65,1	64,4	64,8
Ausschüttung	17,3	34,6	40,3	46,1	50,7	53,0	55,3	57,6	59,9	62,2	63,4
EPS	3,47 €	6,94 €	8,25 €	8,68 €	9,11 €	9,55 €	9,98 €	10,42 €	10,85 €	10,99 €	11,12 €
DPS	1,50 €	3,00 €	3,50 €	4,00 €	4,40 €	4,60 €	4,80 €	5,00 €	5,20 €	5,40 €	5,50 €
eingesetztes Kapital	831,3										
Summe Barwerte Excess Return	-135										
Wert des EK	697										
Anzahl Aktien (in Mio.)	11,52										
Wert pro Aktie	60,46 €										

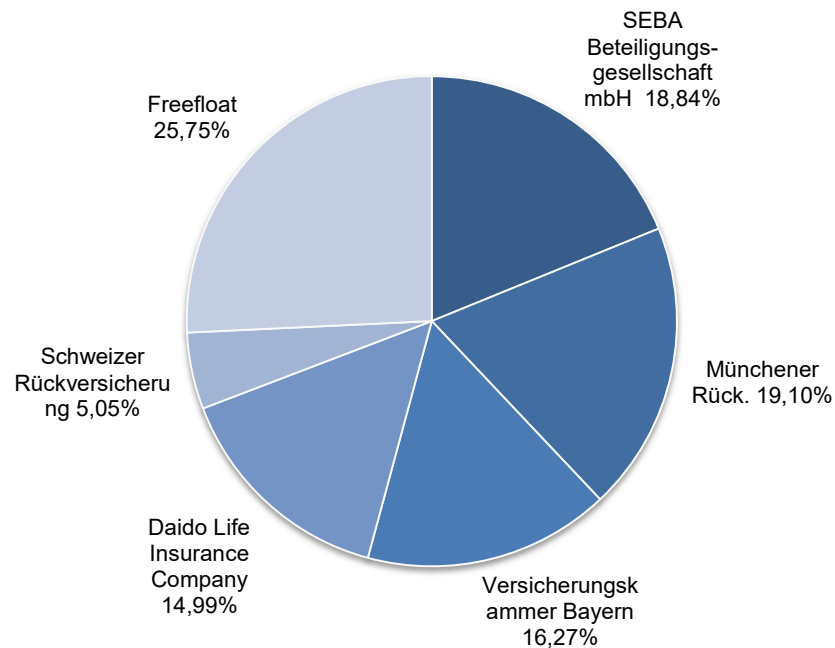
Quelle: Solventis Research, NÜRNBERGER Beteiligungs-AG

Wir belassen unser Kursziel für die NBG-Aktie bei 60,00 € und bestätigen unsere Kaufempfehlung.

Aktionärsstruktur

Seit unserem letzten Update gab es keine wesentlichen Änderungen in der Aktionärsstruktur. Größter Aktionär ist die **Münchener Rück** (inkl. Tochtergesellschaften) mit 19,10% gefolgt von der **Neue SEBA Beteiligungsgesellschaft mbH** mit einem Anteil von 18,84%. Mit der **Versicherungskammer Bayern** (16,27%) und der **Daido Life Insurance** (14,99%) gibt es zwei weitere Aktionäre mit einem Anteil von über 10%. Der Freefloat beträgt 25,75%.

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. €)

	2024	yoy	2025e	yoy	2026e	yoy	2027e	yoy
Gebuchte Bruttobeiträge	3.665,4	3,3%	3.482,1	-5,0%	3.551,8	2,0%	3.640,6	2,5%
Verdiente Beiträge f. e. R.	3.343,4	3,0%	3.176,2	-5,0%	3.239,8	2,0%	3.320,7	2,5%
Beiträge aus der Rückstellung für Beitragsrückerstattung	136,6	17,2%	122,9	-10,0%	126,0	2,5%	129,2	2,5%
Netto-Erträge aus Kapitalanlagen	624,8	6,2%	568,1	-9,1%	578,6	1,8%	548,4	-5,2%
Nicht realisierte G/V Kapitalanlagen der fondgeb. Vers.	1.160,6	21,7%	880,8	-24,1%	954,0	8,3%	992,1	4,0%
Sonstige Versicherungstechnische Erträge f. e. R.	26,7	-52,2%	50,0	87,3%	50,0	0,0%	50,0	0,0%
Aufwendungen für Versicherungsfälle f. e. R.	-2.802,3	-7,3%	-2.627,6	6,2%	-2.575,6	2,0%	-2.654,3	-3,1%
Veränderung übriger vers.tech. Netto-Rückstellungen	-1.440,9	-19,9%	-1.010,6	29,9%	-1.196,4	-18,4%	-1.231,9	-3,0%
Aufwendungen für Beitragsrückerstattung f. e. R.	-396,9	-9,5%	-349,4	12,0%	-356,4	-2,0%	-365,3	-2,5%
Aufwendungen für den Versicherungsbetrieb f. e. R.	-685,4	2,7%	-660,8	3,6%	-630,8	4,5%	-580,4	8,0%
Sonstige versicherungstechnische Aufwendungen f. e. R.	-32,1	7,8%	-32,4	-1,0%	-32,7	-1,0%	-33,1	-1,0%
Veränderung der Schwankungsrück. und ähnlicher Rück.	68,3	69,5%	-40,0	-158,6%	-25,0	37,5%	-25,0	0,0%
Sonstige Erträge	206,9	29,4%	165,0	-20,3%	169,5	2,7%	174,0	2,7%
Sonstige Aufwendungen	-182,3	-1,8%	-184,3	-1,1%	-186,3	-1,1%	-188,4	-1,2%
Abschreibungen auf den Geschäfts- oder Firmenwert	-0,2	0,0%	-0,2	0,0%	-0,2	0,0%	-0,1	50,0%
Ergebnis der normalen Geschäftstätigkeit	27,20	-58,6%	57,9	112,9%	114,4	97,5%	135,8	18,7%
Außerordentliches Ergebnis	-37,10	0,0%	0,0	0,0%	0,0	0,0%	0,0	0,0%
Ergebnis vor Steuern	-9,90	-115,1%	57,9	685,0%	114,4	97,5%	135,8	18,7%
Steuern	-67,10	-193,0%	-17,4	74,1%	-34,3	-97,5%	-40,8	-18,7%
Jahresüberschuss	-77,00	-279,9%	40,5	152,7%	80,1	97,5%	95,1	18,8%
Anteil Dritter	-1,54	-438,5%	0,5	135,1%	0,1	-87,0%	0,1	18,8%
Konzernjahresüberschuss	-78,54	-288,4%	40,0	150,9%	80,0	100,0%	95,0	18,8%
Ergebnis je Aktie (in €)	-6,82	-288,4%	3,47	150,9%	6,94	100,0%	8,25	18,8%

Quelle: Solventis Research, NÜRNBERGER Beteiligungs-AG

NÜRNBERGER: Konzern-Bilanz (in Mio. €)

	2024	yoy	2025e	yoy	2026e	yoy	2026e	yoy
Aktiva								
Sachanlagen und Vorräte	23,9	-13,9%	23,9	0,0%	23,9	0,0%	23,9	0,0%
Immaterielle Vermögensgegenstände	96,0	-2,5%	99,4	3,5%	102,9	3,5%	106,5	3,5%
Geschäfts- oder Firmenwert	0,5	-28,6%	0,3	-37,6%	0,1	-60,2%	0,0	-100,0%
Kapitalanlagen	24.363,8	1,2%	24.943,4	2,4%	25.556,4	2,5%	26.172,6	2,4%
Kapitalanlagen für Rechnung und Risiko von Inhabern von LV & UV	10.759,0	14,7%	11.317,5	5,2%	11.919,9	5,3%	12.545,2	5,2%
Forderungen	481,0	4,5%	490,6	2,0%	500,4	2,0%	510,4	2,0%
Kassenbestand	487,7	-9,3%	473,8	-2,9%	478,6	1,0%	480,3	0,3%
Sonstige Vermögensgegenstände	95,4	21,7%	96,3	1,0%	97,3	1,0%	98,2	1,0%
Rechnungsabgrenzungsposten	171,2	6,9%	171,2	0,0%	171,2	0,0%	171,2	0,0%
Aktive Latente Steuern	169,3	-6,3%	169,3	0,0%	169,3	0,0%	169,3	0,0%
Bilanzsumme Aktiva	36.647,9	4,7%	37.785,7	3,1%	39.020,0	3,3%	40.277,5	3,2%
Passiva								
Eigenkapital	848,5	-12,2%	887,4	4,6%	950,2	7,1%	1.010,7	6,4%
Nachrangige Verbindlichkeiten	2,0	0,0%	2,0	0,0%	2,0	0,0%	2,0	0,0%
Versicherungstechnische Rückstellungen	23.159,2	1,0%	23.709,8	2,4%	24.269,2	2,4%	24.830,9	2,3%
Versicherungstechnische Rückstellungen im Bereich der LV- & UV*	10.800,8	14,7%	11.361,4	5,2%	11.966,1	5,3%	12.593,8	5,2%
Pensionsrückstellungen	179,1	-4,5%	176,6	-1,4%	174,0	-1,4%	171,5	-1,5%
Andere Rückstellungen	230,4	15,4%	212,7	-7,7%	214,8	1,0%	217,0	1,0%
Depotverbindlichkeiten aus dem in Rückdeckung gegebenen Vers.geschäft	151,8	12,0%	153,3	1,0%	154,8	1,0%	156,4	1,0%
Andere Verbindlichkeiten	1.273,2	11,2%	1.279,5	0,5%	1.285,9	0,5%	1.292,4	0,5%
Rechnungsabgrenzungsposten	2,9	-6,8%	2,9	0,0%	2,9	0,0%	2,9	0,0%
Bilanzsumme Passiva	36.647,9	4,7%	37.785,7	3,1%	39.020,0	3,3%	40.277,5	3,2%

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: **15.04.2025, 9:15 Uhr**, erstmalige Veröffentlichung: **15.04.2025, 10:15 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
17.04.24	Schlote, Löchner	Kaufen	80,50 €	66,50 €	12 Monate
08.08.24	Löchner	Kaufen	73,50 €	55,50 €	12 Monate
02.10.24	Löchner	Kaufen	73,50 €	51,50 €	12 Monate
28.11.24	Löchner	Kaufen	60,00 €	51,50 €	12 Monate

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

Empfehlungsübersicht Research-Reports (01.04.24 - 31.03.25)			Auftrags-research	
		in %		in %
Kaufen	56	94,9%	45	76,3%
Halten	2	3,4%	2	3,4%
Verkaufen	0	0,0%	0	0,0%
Ausgesetzt	1	1,7%	1	1,7%
Insgesamt	59	100,0%	48	81,4%

Weder die Solventis AG, 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 AG

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 AG betreffend ihr und den oben genannten Personen nicht kenntlich.

4. Erstellung und Verbreitung

a) Verantwortung für die Erstellung und Verbreitung

Solventis AG, Am Rosengarten 4, 55131 Mainz

Sitz: Mainz; HRB 44909, Amtsgericht Mainz; Vorstand: Klaus Schlote, Dennis Watz.

b) Ersteller

Nico Löchner, Senior-Analyst

5. Erläuterung der Einschätzung der Solventis AG / 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 AG, 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 entsprechen den 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 AG oder verbundener Unternehmen gebunden.

9. Adressaten

Analysen der Solventis AG 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 AG 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.