

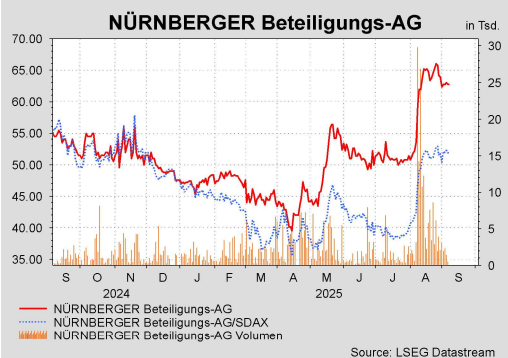
NÜRNBERGER Beteiligungs-AG

Kaufen (Halten)

Kursziel 67,50 € (60,00 €)
Kurspotenzial 7,5%
Kurs (05.09.2025) 62,80 €
ISIN DE0008435967
Marktkapitalisierung 723,5 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	3,52	3,55	3,64
EBT (Mio. €)	-9,9	87,9	114,4	135,8
Konzern-JÜ (Mio. €)	-78,5	50,0	80,0	95,0
Ergebnis je Aktie	-6,82	4,34	6,94	8,25
Dividende je Aktie	0,14	2,15	3,00	3,50
Buchwert je Aktie	72,16	76,36	81,16	86,40
KGW	-	14,5	9,0	7,6
Kurs/Buchwert	0,66	0,82	0,77	0,73
ROE	-9,0%	5,8%	8,8%	9,8%
Dividendenrendite	0,3%	3,4%	4,8%	5,6%



Finanzkalender

• -

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

NÜRNBERGER kehrt in die Gewinnzone zurück – Dr. Peter Ott wird neuer CFRO

Die NÜRNBERGER konnte das erste Halbjahr ergebnis-technisch erfolgreich abschließen. Nach 6 Monaten belief sich das Konzernergebnis nach Anteilen Dritter auf 46,3 Mio. € (Vj. -23,9 Mio. €). Neben im Vergleich zur Erwartung geringerer Elementar- und Großschäden wirkten sich auch der Gewinn aus dem Verkauf der Bene Assicurazioni S.p.A. in Höhe von 15,7 Mio. € sowie der Wegfall des Aufwands für Rückstellungen für das Effizienzprogramm (Vj. -30 Mio. €) positiv aus. Obwohl das Konzernergebnis bereits über dem Prognosewert liegt, bestätigt der Vorstand die Guidance für das Konzernergebnis von rd. 40 Mio. €. Wir gehen davon aus, dass die NÜRNBERGER ihre Prognose in diesem Jahr übertreffen wird, und erhöhen unsere Schätzung auf 50,0 Mio. €. Wir heben unser Kursziel auf 67,50 € an und stufen die Aktie auf Kaufen hoch.

Der Konzernumsatz verringerte sich im H1'25 um 2,2% auf 2,3 Mrd. €. Die Entwicklung der einzelnen Komponenten fiel unterschiedlich aus. Während die gebuchten Beiträge ggü. Vj. um -3,5% auf 1,9 Mrd. € erwartungsgemäß zurückgingen, stiegen die Erträge aus Kapitalanlagen um 3,2% auf 390 Mio. € und die Provisionserlöse um 12,0% auf 36 Mio. €. Aufgrund der Neuausrichtung im Segment Schaden und der Fokussierung auf profitables Neugeschäft sank dieses im H1'25 um 21,1% auf 218 Mio. €.

Nach 6 Monaten lag das Konzernergebnis mit 47,7 Mio. € bereits über der Guidance für das Gesamtjahr von 40 Mio. €. Aus folgenden Gründen wurde die Prognose beibehalten:

- Belastung von rd. 10 Mio. € durch reduzierte aktive latente Steuern in Folge der gesetzlich beschlossenen Körperschaftssteuersenkung
- Höhere Aufwendungen für Groß- und Elementarschäden im H2'25

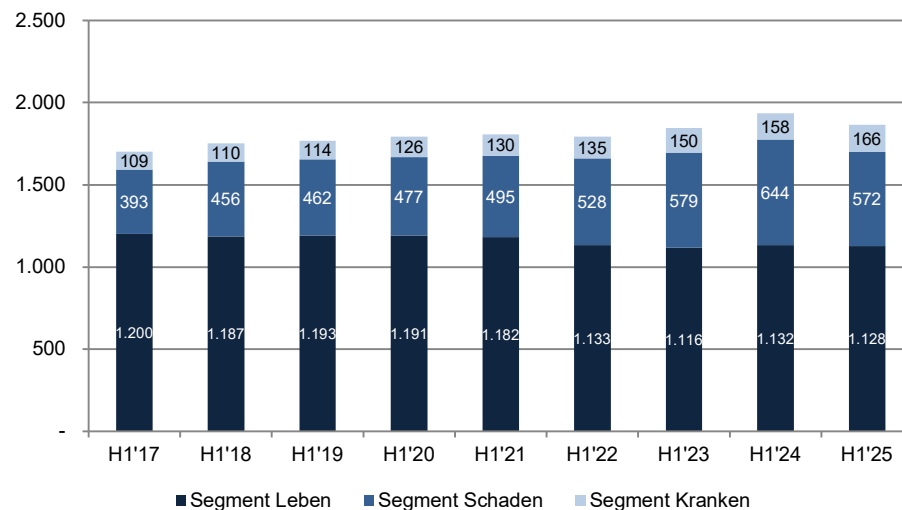
Wie Anfang des Jahres bekannt gegeben wurde, wird Herr Dr. Jürgen Voß seinen CFO-Posten Mitte November niederlegen. Anschließend bleibt er dem Konzern weiterhin als Aufsichtsratsvorsitzender der Fürst Fugger Privatbank AG erhalten. Seine Nachfolge tritt Herr Dr. Peter Ott an, ein renommierter Experte für Finanzen und Risikomanagement im Versicherungswesen. In den letzten 20 Jahren war er Partner bei KPMG und EY, wo er die Abteilungen im Bereich Insurance Consulting und Finanzen/Risk/ Aktuariat leitete sowie Beratungsaufträge und Abschlussprüfungen verantwortete. Herr Dr. Ott wird seine Tätigkeit als CFRO (Chief Finance & Risk Officer) zum 01.10.2025 aufnehmen. Die angekündigte Anpassung der Ressorts wurde noch nicht final verabschiedet, wir erwarten eine Bekanntgabe hierzu bis Ende des Monats.

Bezüglich der möglichen Übernahme durch die VIG gibt es keine neuen Informationen. Für mediale Aufmerksamkeit sorgte zuletzt ein Brief des aktivistischen Investor/Berater 7Square, zu dem sich weder die NÜRNBERGER noch die VIG äußerten.

GuV: Ergebnissprung durch geringe Schäden und Beteiligungsverkäufe

Im H1'25 gingen die **gebuchten Bruttobeiträge** auf Konzernebene um 3,5% auf 1.866,0 Mio. € zurück. Der Rückgang ist im Wesentlichen auf der Bestandssanierung im Segment Schaden zurückzuführen, wo die gebuchten Beiträge um 11,2% sanken. Im Segment Leben gab es mit -0,4% einen kleinen Rückgang. Einzig das Segment Kranken verzeichnete ein Wachstum von 5,1%.

NÜRNBERGER: gebuchte Bruttobeiträge in Mio. €



Quelle: Solventis Research, NÜRNBERGER Beteiligungs-AG

Während die **Nettoerträge aus Kapitalanlagen** in der konventionellen Versicherung auf 298,7 Mio. € (Vj. 271,6 Mio. €) zulegten, sanken die der fondsgebundenen Versicherung auf -49,7 Mio. € (Vj. 24,2 Mio. €). Die **nicht realisierten Gewinne aus Kapitalanlagen der fondsgebundenen Versicherungen (netto)** reduzierten sich auf 22,8 Mio. € (Vj. 867,2 Mio. €). Im Gegenzug verringerte sich die Belastung aus **Veränderungen der übrigen versicherungstechnischen Netto-Rückstellungen** auf -162,0 Mio. € (Vj. -1.010,9 Mio. €).

Die **Aufwendungen für Versicherungsfälle f. e. R.** reduzierten sich auf 1.238,0 Mio. € (Vj. 1.346,1 Mio. €). Ursächlich hierfür waren geringere Schadenaufwendungen im Segment Schaden (-119,5 Mio. € yoy). Die **Aufwendungen für die Beitragsrückerstattung f. e. R.** stiegen auf 218,9 Mio. € (Vj. 188,3 Mio. €).

Die **Aufwendungen für den Versicherungsbetrieb f. e. R.** sanken aufgrund des schwachen Neugeschäfts und der Effekte aus dem Effizienzprogramm auf 291,0 Mio. € (Vj. 368,7 Mio. €).

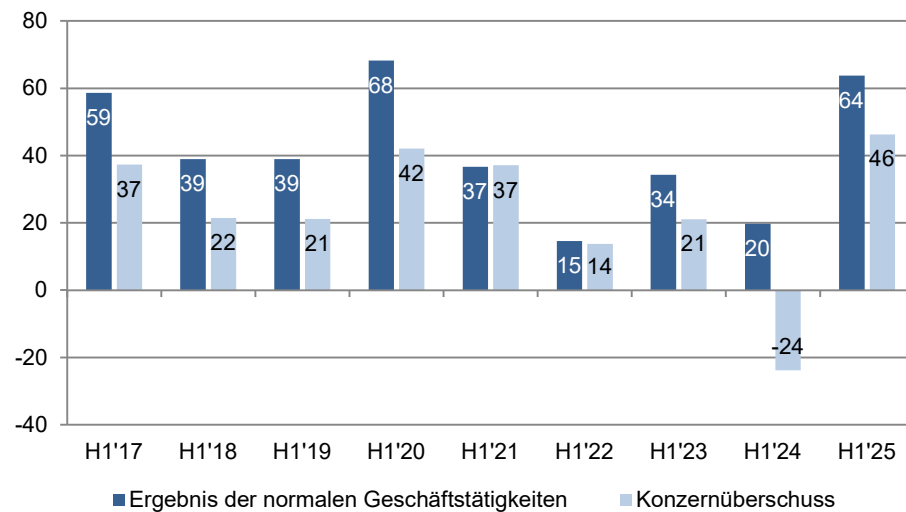
Die **sonstigen versicherungstechnischen Erträge/Aufwendungen f. e. R.** beliefen sich auf 2,7 Mio. € (Vj. 17,5 Mio. €) bzw. 29,1 Mio. € (Vj. 20,1 Mio. €). Bei den **Schwankungsrückstellungen und ähnlichen Rückstellungen** kam es zu einer Zuführung von 17,4 Mio. € nach 4,5 Mio. € im Vorjahr.

Die **sonstigen Erträge/Aufwendungen** blieben mit 88,9 Mio. € (Vj. 87,6 Mio. €) bzw. 90,7 Mio. € (Vj. 90,6 Mio. €) nahezu unverändert.

In Summe stieg das **Ergebnis der normalen Geschäftstätigkeiten** auf 63,8 Mio. € (Vj. 19,8 Mio. €). Außerordentliche Aufwendungen gab es im Gegensatz zum Vorjahr nicht, als 30,0 Mio. € für das Effizienzprogramm „Fit für die Zukunft“ zurückgestellt wurden.

Dadurch verbessert sich das **EBT** auf 63,8 Mio. € (Vj. -10,2 Mio. €). Nach Steuern (-16,1 Mio. €, Vj. -12,7 Mio. €) beläuft sich das **Konzernergebnis** auf 47,7 Mio. € (Vj. -22,9 Mio. €). Nach Abzug der Minderheiten beträgt der **Konzernüberschuss** 46,3 Mio. € (Vj. -23,9 Mio. €).

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



Quelle: Solventis Research, NÜRNBERGER Beteiligungs-AG

NÜRNBERGER: Ertragslage des Konzerns in Mio. €

	H1'2025	H1'2024	yoy
Gebuchte Bruttobeiträge	1.866,0	1.934,6	-3,5%
Verdiente Beiträge f. e. R.	1.627,7	1.706,4	-4,6%
Beiträge aus der Rückstellung für Beitragsrückerstattung	121,2	75,6	60,3%
Nettoerträge aus Kapitalanlagen der konventionellen Versicherung	298,7	271,6	10,0%
Nettoerträge aus Kapitalanlagen der fondsgebundenen Versicherung	-49,7	24,2	-305,4%
Nicht realisierte Gewinne/Verluste aus Kapitalanlagen der fondsgebundenen Versicherung	22,8	867,2	-97,4%
Technischer Zinsertrag aus der Schaden- und Unfallversicherung	-0,8	-0,9	11,1%
Sonstige Versicherungstechnischen Erträge f. e. R.	2,7	17,5	-84,6%
Aufwendungen für Versicherungsfälle f. e. R.	-1.238,0	-1.346,1	8,0%
Veränderung der übrigen versicherungstechnischen Netto-Rückstellungen	-162,0	-1.010,9	84,0%
Aufwendungen für Beitragsrückerstattung f. e. R.	-218,9	-188,3	-16,3%
Aufwendungen für den Versicherungsbetrieb f. e. R.	-291,0	-368,7	21,1%
Sonstige versicherungstechnische Aufwendungen f. e. R.	-29,1	-20,1	-44,8%
Veränderung der Schwankungsrückstellung und ähnlicher Rückstellungen	-17,4	-4,5	-286,7%
Sonstige Erträge	88,9	87,6	1,5%
Sonstige Aufwendungen	-90,7	-90,6	-0,1%
Abschreibungen auf den Geschäfts- oder Firmenwert	-0,6	-0,1	-500,0%
Ergebnis der normalen Geschäftstätigkeit	63,8	19,8	222,2%
Außerordentliches Ergebnis	0,0	-30,0	0,0%
Ergebnis vor Steuern	63,8	-10,2	725,5%
Steuern	-16,1	-12,7	-26,8%
Konzernergebnis	47,7	-22,9	308,3%
Konzernüberschuss (nach Minderheiten)	46,3	-23,9	293,6%

Quelle: Solventis Research, NÜRNBERGER Beteiligungs-AG

Bilanz: Eigenkapital legt wieder zu

Die Bilanzsumme blieb mit 36,6 Mrd. € (31.12.2024: 36,6 Mrd. €) unverändert. Innerhalb der einzelnen Positionen gab es lediglich geringfügige Veränderungen. Das **Eigenkapital** erhöhte sich infolge des positiven Ergebnisses auf 892,9 Mio. € (31.12.2024: 848,4 Mio. €).

Segment Leben: Neubeträge unter Druck

Die **gebuchten Bruttobeiträge** gingen um 0,4% auf 1.127,8 Mio. € (Vj. 1.132,4 Mio. €) zurück. Positiv entwickelten sich hingegen die laufenden gebuchten Beiträge, die um 0,2% zulegen konnten. Unter Druck geraten sind die **Neubeiträge**, die um 16,9% auf 148,6 Mio. € zurückgingen. Der Rückgang betraf beide Komponenten: So sanken die laufenden Beitragszahlungen um 22,7% und die Einmalbeiträge um 9,2%. Die Anzahl der Verträge im Versicherungsbestand (2,400 Mio. Stück, Vj. 2,447 Mio. Stück) nahm erneut leicht ab. Dagegen stieg die Versicherungssumme um 1,2% auf 165,8 Mrd. € (Vj. 163,8 Mrd. €).

Das **Gesamtergebnis** verbesserte sich auf 228,9 Mio. € (Vj. 204,8 Mio. €). Aufgrund höherer Rückstellungen für Beitragsrückerstattung sank jedoch das **Segmentergebnis** auf 25,0 Mio. € (Vj. 28,4 Mio. €). Ausschlaggebend für den Rückgang des Segmentergebnisses war der geringere Beitrag aus Investmentvehikeln.

NÜRNBERGER: Segmentübersicht

	Segment Leben			Segment Schaden			Segment Kranken		
	H1'25	H1'24	yoy	H1'25	H1'24	yoy	H1'25	H1'24	yoy
Beiträge (in Mio. €)									
Neubeiträge	148,6	178,9	-16,9%	59,1	84,1	-29,7%	9,8	12,8	-23,4%
Gebuchte Bruttobeiträge	1.127,8	1.132,4	-0,4%	572,1	644,1	-11,2%	166,2	158,2	5,1%
Verdiente Beiträge f. e. R.	1.102,1	1.112,0	-0,9%	366,0	437,0	-16,2%	159,7	157,5	1,4%
Ertragskennzahlen (in Mio. €)									
Gesamtergebnis	228,9	204,8	11,8%				16,3	15,3	6,5%
Ergebnis vor Steuern	29,9	35,2	-15,1%	14,8	-64,2	123,1%	5,3	5,3	0,0%
Segmentergebnis	25,0	28,4	-12,0%	10,8	-63,8	116,9%	3,7	4,0	-7,5%
sonstige Kennzahlen									
Versicherungssumme Bestand (in Mrd. €)	165,8	163,8	1,2%						
Schaden-Kosten-Quote				90,8%	110,1%				
Versicherungsverträge in Tsd.	2.400	2.447	-1,9%	2.535	2.768	-8,4%	563	542	3,9%

Quelle: Solventis Research, NÜRNBERGER Beteiligungs-AG

Segment Schaden: Geringere Schäden und Beteiligungsverkauf führen zu schwarzen Zahlen

Infolge der Sanierung reduzierten sich die **gebuchten Beiträge** auf 572,1 Mio. € (Vj. 644,1 Mio. €) und das **Neugeschäft** auf 59,1 Mio. € (Vj. 84,1 Mio. €). Mit Ausnahme der Rechtsschutzversicherung gingen die gebuchten Beiträge in allen Bereichen zurück. Besonders deutlich war der Rückgang im in Rückdeckung übernommenen Geschäft mit 40,9 Mio. €. Dies ist auf die Einstellung des defizitären Transportgeschäfts zurückzuführen.

Aufgrund der geringeren Elementar- und Großschäden sowie der Bestandssanierung sanken die **Aufwendungen für Schäden** von 325,7 Mio. € auf 206,2 Mio. €. Durch das geringere Neugeschäft gingen die **Aufwendungen für den Versicherungsbetrieb** auf 126,2 Mio. € (Vj. 155,5 Mio. €) zurück. Diese Entwicklung wirkt sich positiv auf die **Schaden-Kosten-Quote** aus, die sich deutlich auf 90,8% (Vj. 110,1%) verbesserte. Die Schwankungsrückstellungen erhöhten sich auf -17,4 Mio. € an (Vj. 4,5 Mio. €).

Die **Nettoerträge aus Kapitalanlagen** erhöhten sich von 11,9 Mio. € auf 28,8 Mio. €. Der Anstieg ist im Wesentlichen auf den Verkauf der Beteiligung an der Bene Assicurazioni S.p.A. zurückzuführen. Mit dem Verkauf wurde ein Gewinn von 15,7 Mio. € erzielt.

Nach dem hohen Verlust im Vorjahr (-63,8 Mio. €) war das **Segmentergebnis** mit 10,8 Mio. € wieder positiv.

Segment Kranken: Ergebnis durch Wachstum und steigende Leistung unter Druck

Die **gebuchten Bruttobeiträge** konnten im H1'25 auf 166,2 Mio. € (Vj. 158,2 Mio. €) gesteigert werden. Nach dem starken Wachstum der vergangenen Jahre entschied sich die NÜRNBERGER, das Neugeschäft bewusst zu limitieren, um auch künftig profitabel wachsen zu können. Infolgedessen lag das Neugeschäft mit 9,8 Mio. € (Vj. 12,8 Mio. €) unter dem Vorjahreswert.

Die **Anzahl der Versicherungsverträge** stieg weiter auf 563 Tsd. (Vj. 542 Tsd.).

Während das **Gesamtergebnis** auf 16,3 Mio. € (Vj. 15,3 Mio. €) zulegte, verringerte sich das **Segmentergebnis** auf 3,7 Mio. € (Vj. 4,0 Mio. €). Neben dem Wachstum belasten auch die höheren Leistungen, wie sie auch bei den gesetzlichen Krankenkassen zu verzeichnen sind, das Ergebnis.

Segment Bankdienstleistungen: Ergebnis steigt und steigt

Die Fürst Fugger Privatbank AG setzte ihren Lauf fort und steigerte das Segmentergebnis auf 7,1 Mio. € (Vj. 4,9 Mio. €).

Ausblick 2025

Die NÜRNBERGER hat im Halbjahresbericht ihre Prognose für das Konzernergebnis 2025 bestätigt. Die Gründe hierfür haben wir bereits auf Seite 1 erläutert.

Unverändert bleibt zudem die Erwartung, dass die gebuchten Beiträge spürbar zurückgehen werden.

Etwas zurückhaltender fällt nun die Formulierung zum Neugeschäft aus. Statt eines spürbaren Rückgangs wird nun ein deutlicher Rückgang prognostiziert.

Auf Segmentebene gab es folgende Anpassungen beim Neugeschäft:

- Segment Leben: deutliche Verringerung (vorher: spürbarer Rückgang)
- Segment Schaden: erheblicher Rückgang (vorher: deutlicher Rückgang)
- Segment Kranken: deutlich unterhalb des Vorjahres (vorher: spürbarer Rückgang)

Bewertung

Aufgrund der besser als erwarteten Entwicklung im H1'25 erhöhen wir unsere Schätzung für den Konzernjahresüberschuss auf 50 Mio. € (vorher: 40 Mio. €). Damit liegen wir rd. 10 Mio. € über der aktuellen Guidance des Unternehmens. Wir gehen davon aus, dass die Prognose der NÜRNBERGER bewusst konservativ ist und der Vorstand insbesondere im Hinblick auf mögliche Groß- und Elementarschäden aufgrund der Erfahrungen der vergangenen Jahre vorsichtig agiert. Gleichzeitig erwarten wir, dass der Vorstand die Situation nutzt, um den Grundstein für eine profitable Zukunft bei der NÜRNBERGER Allgemeine Versicherung zu legen. Dadurch dürfte das Erreichen der Ziele eines Konzernergebnisses von 80 - 100 Mio. € für die Jahre 2026/27 wahrscheinlicher werden.

Aufgrund der Stabilisierung im H1 senken wir das Beta von 1,2 auf 1,1. Für 2025 erhöhen wir zudem die Dividendenausschüttung von 1,50 € auf 2,15 €. In unserem DDM erhalten wir nun einen fairen Wert von 65,85 € (vorher: 59,83 €) und im ERM einen von 68,94 € (vorher: 60,46 €). **Wir erhöhen unser Kursziel auf 67,50 € (vorher: 60,00 €).**

NÜRNBERGER: Dividendendiskontierungsmodell (DDM)

	2025e	2026e	2027e	2028e	2029e	2030e	2031e	2032e	2033e	2034e	2035e
Konzernjahresüberschuss	50,0	80,0	95,0	100,0	105,0	110,0	115,0	120,0	125,0	126,6	128,1
Wachstumsrate	163,7%	60,0%	18,8%	5,3%	5,0%	4,8%	4,5%	4,3%	4,2%	1,3%	1,3%
Ergebnis je Aktie	4,34 €	6,94 €	8,25 €	8,68 €	9,11 €	9,55 €	9,98 €	10,42 €	10,85 €	10,99 €	11,12 €
Dividende je Aktie	2,15 €	3,00 €	3,50 €	4,00 €	4,40 €	4,60 €	4,80 €	5,00 €	5,20 €	5,40 €	5,50 €
Ausschüttungsquote	49,5%	43,2%	42,4%	46,1%	48,3%	48,2%	48,1%	48,0%	47,9%	49,2%	49,4%
Kumulierte EK-Kosten	109,3%	119,5%	130,7%	142,8%	156,2%	170,7%	186,7%	204,1%	223,1%	243,9%	266,6%
Diskontierte Dividenden	1,97 €	2,51 €	2,68 €	2,80 €	2,82 €	2,69 €	2,57 €	2,45 €	2,33 €	2,21 €	2,06 €
Summe Diskontierte Dividenden	27,10 €										
Diskontierte TV	38,75 €										
Fairer Wert der Aktie	65,85 €										

Quelle: Solventis Research, NÜRNBERGER Beteiligungs-AG

NÜRNBERGER: Excess-Return-Modell (ERM)

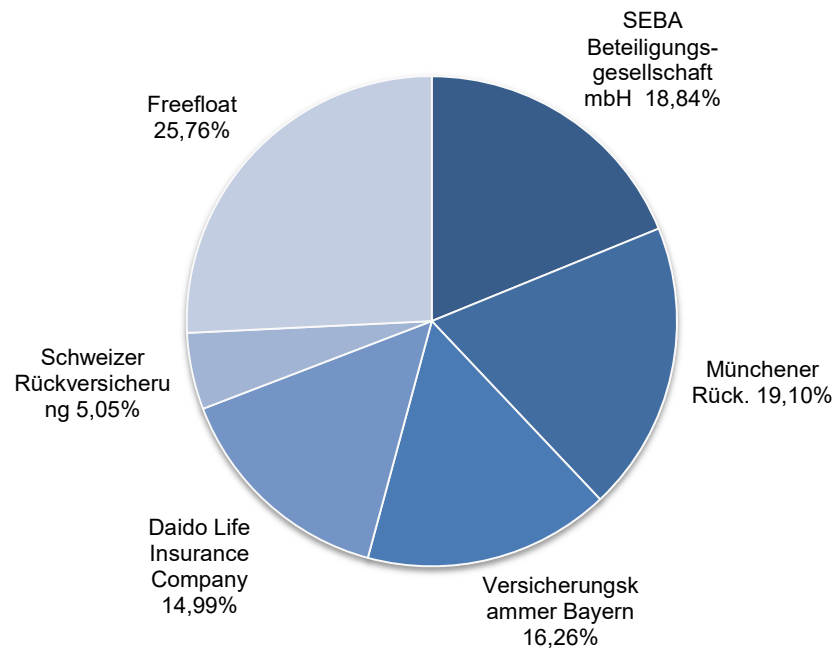
	2025e	2026e	2027e	2028e	2029e	2030e	2031e	2032e	2033e	2034e	2035e
Buchwert EK (zu Beginn des Jahres)	831,3	879,7	934,9	995,4	1.055,1	1.114,0	1.173,3	1.235,3	1.300,0	1.367,4	1.434,1
Return on Equity	5,8%	8,8%	9,8%	9,8%	9,7%	9,6%	9,5%	9,5%	9,4%	9,0%	8,9%
Konzernjahresüberschuss	50,0	80,0	95,0	100,0	105,0	110,0	115,0	120,0	125,0	126,6	128,1
Eigenkapitalkosten	9,3%	9,3%	9,3%	9,3%	9,3%	9,3%	9,3%	9,3%	9,3%	9,3%	9,3%
Eigenkapitalkosten absolut	77,5	82,0	87,2	92,8	98,4	103,9	109,4	115,2	121,2	127,5	133,7
überschüssiger Ertrag (Excess Return)	-27,5	-2,0	7,8	7,2	6,6	6,1	5,6	4,8	3,8	-0,9	-5,6
TV Excess Return											-89,8
Kumulierte Eigenkapitalkosten	109,3%	119,5%	130,7%	142,8%	156,2%	170,7%	186,7%	204,1%	223,1%	243,9%	266,6%
Barwert Excess Return	-25,2	-1,7	6,0	5,0	4,2	3,6	3,0	2,4	1,7	-0,4	-2,1
Thesaurierungsrate	50,5%	56,8%	57,6%	53,9%	51,7%	51,8%	51,9%	52,0%	52,1%	50,8%	50,6%
Thesaurierung	25,2	45,4	54,7	53,9	54,3	57,0	59,7	62,4	65,1	64,4	64,8
Ausschüttung	24,8	34,6	40,3	46,1	50,7	53,0	55,3	57,6	59,9	62,2	63,4
EPS	4,34 €	6,94 €	8,25 €	8,68 €	9,11 €	9,55 €	9,98 €	10,42 €	10,85 €	10,99 €	11,12 €
DPS	2,15 €	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	-37										
Wert des EK	794										
Anzahl Aktien (in Mio.)	11,52										
Wert pro Aktie	68,94 €										

Quelle: Solventis Research, NÜRNBERGER Beteiligungs-AG

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** (16,26%) und der **Daido Life Insurance** (14,99%) gibt es zwei weitere Aktionäre mit einem Anteil von über 10%. Der Freefloat beträgt 25,76%.

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%	3.518,8	-4,0%	3.551,8	0,9%	3.640,6	2,5%
Verdiente Beiträge f. e. R.	3.343,4	3,0%	3.175,7	-5,0%	3.239,8	2,0%	3.320,7	2,5%
Beiträge aus der Rückstellung für Beitragsrückerstattung	136,6	17,2%	177,6	30,0%	126,0	-29,0%	129,2	2,5%
Netto-Erträge aus Kapitalanlagen	624,8	6,2%	508,1	-18,7%	578,6	13,9%	548,4	-5,2%
Nicht realisierte G/V Kapitalanlagen der fondgeb. Vers.	1.160,6	21,7%	150,0	-87,1%	954,0	536,0%	992,1	4,0%
Sonstige Versicherungstechnischen Erträge f. e. R.	26,7	-52,2%	7,5	-71,9%	50,0	566,7%	50,0	0,0%
Aufwendungen für Versicherungsfälle f. e. R.	-2.802,3	-7,3%	-2.587,7	7,7%	-2.575,6	0,5%	-2.654,3	-3,1%
Veränderung übriger vers.tech. Netto-Rückstellungen	-1.440,9	-19,9%	-357,5	75,2%	-1.196,4	-234,6%	-1.231,9	-3,0%
Aufwendungen für Beitragsrückerstattung f. e. R.	-396,9	-9,5%	-400,0	-0,8%	-356,4	10,9%	-365,3	-2,5%
Aufwendungen für den Versicherungsbetrieb f. e. R.	-685,4	2,7%	-486,9	29,0%	-630,8	-29,5%	-580,4	8,0%
Sonstige versicherungstechnische Aufwendungen f. e. R.	-32,1	7,8%	-50,0	-55,8%	-32,7	34,5%	-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%	176,2	-14,8%	169,5	-3,8%	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%	-0,8	-300,0%	-0,2	78,8%	-0,1	64,7%
Ergebnis der normalen Geschäftstätigkeit	27,2	-58,6%	87,9	223,0%	114,4	30,2%	135,9	18,8%
Außerordentliches Ergebnis	-37,1	0,0%	0,0	0,0%	0,0	0,0%	0,0	0,0%
Ergebnis vor Steuern	-9,9	-115,1%	87,9	987,4%	114,4	30,2%	135,9	18,8%
Steuern	-67,1	-193,0%	-36,4	45,8%	-34,3	5,6%	-40,8	-18,8%
Jahresüberschuss	-77,0	-279,9%	51,5	166,9%	80,1	55,5%	95,1	18,8%
Anteil Dritter	-1,5	-438,5%	1,5	197,2%	0,1	-93,3%	0,1	18,7%
Konzernjahresüberschuss	-78,5	-288,4%	50,0	163,7%	80,0	60,0%	95,0	18,8%
Ergebnis je Aktie (in €)	-6,82	-288,4%	4,34	163,7%	6,94	60,0%	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%	98,4	2,5%	101,9	3,5%	105,5	3,5%
Geschäfts- oder Firmenwert	0,5	-28,6%	0,4	-24,8%	0,2	-42,5%	0,0	-100,0%
Kapitalanlagen	24.363,8	1,2%	24.627,1	1,1%	25.240,1	2,5%	25.856,3	2,4%
Kapitalanlagen für Rechnung und Risiko von Inhabern von LV & UV	10.759,0	14,7%	10.453,5	-2,8%	11.055,9	5,8%	11.681,2	5,7%
Forderungen	481,0	4,5%	490,6	2,0%	500,4	2,0%	510,4	2,0%
Kassenbestand	487,7	-9,3%	482,9	-1,0%	480,1	-0,6%	481,6	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%	161,2	-5,8%	161,2	0,0%	161,2	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%	36.603,6	-0,1%	37.830,2	3,4%	39.087,6	3,3%
Passiva								
Eigenkapital	848,5	-12,2%	898,3	5,9%	953,7	6,2%	1.014,2	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%	23.409,2	1,1%	23.968,5	2,4%	24.530,2	2,3%
Versicherungstechnische Rückstellungen im Bereich der LV- & UV*	10.800,8	14,7%	10.494,1	-2,8%	11.098,8	5,8%	11.726,5	5,7%
Pensionsrückstellungen	179,1	-4,5%	176,6	-1,4%	174,0	-1,4%	171,5	-1,5%
Andere Rückstellungen	230,4	15,4%	162,7	-29,4%	164,3	1,0%	166,0	1,0%
Depotverbindlichkeiten aus dem in Rückdeckung gegebenen Vers.geschäft	151,8	12,0%	178,3	17,5%	180,1	1,0%	181,9	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%	36.603,6	-0,1%	37.830,2	3,4%	39.087,6	3,3%

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: **08.09.2025, 9:20 Uhr**, erstmalige Veröffentlichung: **08.09.2025, 10:30 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
02.10.24	Löchner	Kaufen	73,50 €	51,50 €	12 Monate
28.11.24	Löchner	Kaufen	60,00 €	51,50 €	12 Monate
15.04.25	Löchner	Kaufen	60,00 €	40,10 €	12 Monate
11.08.25	Löchner	Halten	60,00 €	59,60 €	12 Monate

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

Empfehlungsübersicht Research-Reports (01.07.24 - 30.06.25)		in %	Auftrags- research	in %
Kaufen	50	92,6%	39	72,2%
Halten	3	5,6%	3	5,6%
Verkaufen	0	0,0%	0	0,0%
Ausgesetzt	1	1,9%	1	1,9%
Insgesamt	54	100,0%	43	79,6%

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 WpStG 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.