

# NÜRNBERGER Beteiligungs-AG Halten (Andienen)

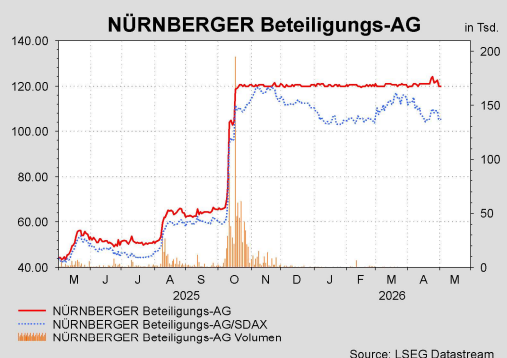
<b>Kursziel</b>	<b>120,00 € (120,00 €)</b>
Kurspotenzial	0,00%
Kurs (30.04.2026)	120,00 €
ISIN	DE0008435967
Marktkapitalisierung	1.382,4 Mio. €
Anzahl Aktien	11,5 Mio.
Marktsegment	Scale
Homepage	www.nuernberger.com

## Kennzahlen und Prognosen

je Aktie in €	2025	2026e	2027e	2028e
Bruttobeiträge (Mrd. €)	3,52	3,40	3,48	3,57
EBT (Mio. €)	208,5	114,3	128,6	136,4
Konzern-JÜ (Mio. €)	44,4	80,0	90,0	95,0
Ergebnis je Aktie	3,85	6,95	7,81	8,25
Dividende je Aktie	2,00	3,00	3,50	3,50
Buchwert je Aktie	75,70	80,64	85,46	89,95
KGV	31,3	17,3	15,4	14,6
Kurs/Buchwert	1,59	1,49	1,40	1,33
ROE	5,9%	8,9%	9,4%	9,4%
Dividendenrendite	1,7%	2,5%	2,9%	2,9%

## Unternehmensprognose 2026

Konzernergebnis	80 Mio. €
Neugeschäft	leicht rückläufig (Vj. 381 Mio. €)
Gebuchte Bruttobeiträge	spürbarer Rückgang (Vj. 3.521 Mio. €)



## Finanzkalender

- 02.06.2026 Hauptversammlung
- 18.09.2026 Halbjahresbericht

## Aktionärsstruktur (nach Vollzug)

99,2% Vienna Insurance Group  
0,8% Freefloat

## Analysten

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

## NÜRNBERGER übertrifft Prognose – Vollzug der Übernahme spätestens zu Beginn des H2 erwartet

Nach dem Verlust 2024 kehrte die NÜRNBERGER Beteiligungs-AG (NBG) 2025 mit einem Konzernjahresüberschuss von 44,4 Mio. € (Vj. -78,5 Mio. €) wieder in die Gewinnzone zurück. Damit übertraf die NBG die Prognose von rd. 40 Mio. €. Aufgrund der Rückkehr in die Profitabilität schlägt der Vorstand für die Hauptversammlung eine Dividende von 2,00 € (Vj. 0,14 €) vor. Für 2026 stellt NBG wie erwartet ein Konzernergebnis von 80 Mio. € in Aussicht. 2025 war geprägt von der Übernahme durch die Vienna Insurance Group (VIG), die 120,00 € pro Aktie bot. Der Vollzug soll spätestens zu Beginn des H2'26 erfolgen. Danach wird die VIG einen Anteil von 99,2% halten. Nach dem Vollzug des Übernahmeangebots erwarten wir die Ankündigung eines Squeeze-Outs (SO). Aus diesem Grund setzen wir das Kursziel auf den 3-Monats-Durchschnittskurs von 120,00 € und sprechen eine Halteempfehlung aus.

Die VIG rechnet mit einem Vollzug der Übernahme der NÜRNBERGER zu Beginn des H2'26. Folgende Angebotsbedingungen sind noch offen: Inhaberkontrollverfahren, Bestätigung durch den Prüfungsverband deutscher Banken e. V. sowie keine schwebenden Verfahren. Informationen zum Eintreten der Angebotsbedingungen werden auf der Angebotswebseite ([Link](#)) veröffentlicht. Nach dem Vollzug erwarten wir, dass die VIG zeitnah einen SO ankündigen wird. Die VIG hat zwei SO-Optionen: einen übernahmerechtlichen (ÜSO) und einen aktienrechtlichen SO (ASO). Beide Varianten haben Vor- und Nachteile. Beim ÜSO würde der SO-Preis dem Angebotspreis von 120,00 € entsprechen, jedoch dauerte es in den letzten Fällen über ein Jahr, bis der SO eingetragen wurde. Ein Gutachten zur Angemessenheit der Barabfindung muss nicht erstellt werden. Beim ASO würde die Eintragung schneller erfolgen. Der Preis muss mindestens dem 3-Monats-Durchschnittskurs vor dem Ankündigungstermin entsprechen. Derzeit liegt der 3-Monats-Durchschnittskurs bei rd. 120 €. Die Angemessenheit der Abfindung wird in einem Gutachten festgestellt, das in einer Spruchstelle überprüft werden kann. So ein Verfahren dauert Jahre, steht einem Eintrag im Handelsregister aber nicht entgegen.

Der Konzernumsatz ging 2025 um 1,5% auf 4,5 Mrd. € zurück. Die drei Umsatzkomponenten entwickelten sich unterschiedlich. Die gebuchten Beiträge waren um -3,9% auf 3,5 Mrd. € rückläufig, während die Erträge aus Kapitalanlagen um 8,6% auf 883 Mio. € und die Provisionserlöse um 8,5% auf 73 Mio. € zulegten. Das Neugeschäft fiel 2025 um -22,0% auf 381 Mio. €. Der größer als erwartete Rückgang war über alle Versicherungssegmente hinweg zu beobachten.

Für 2026 prognostiziert die NÜRNBERGER für den Konzern wie erwartet einen Ergebnissprung auf 80 Mio. €. Wesentlicher Treiber ist eine Ergebnisverbesserung im Segment Schaden. Somit liegt die NÜRNBERGER weiterhin im Mittelfristplan, der ab 2026/27 ein Ergebnis von 80 bis 100 Mio. € vorsieht. Neu hinzugekommen ist die Aussage, dass sich das Konzernergebnis auch in den Folgejahren in der genannten Spanne stabilisieren soll. Bei den anderen wichtigen KPIs sieht der Ausblick für 2026 wie folgt aus: Das Neugeschäft soll 2026 leicht rückläufig sein und die gebuchten Bruttobeiträge sollen sogar spürbar zurückgehen.

## **Update zu den Transformationsprogrammen**

Aufgrund des hohen Verlustes 2024 hat die NÜRNBERGER eine Reihe von Transformations-programmen in die Wege geleitet. Gebündelt werden diese in dem Dachprogramm TAN – Turnaround NÜRNBERGER. Die Transformation 2026 steht unter dem Jahresmotto #PackMa's2026.

### **Fit für die Zukunft**

Das Effizienzprogramm zur Kosten- und Stellenreduzierung wurde bereits Ende 2025 weitgehend abgeschlossen, ein Jahr schneller als geplant. Mit rd. 250 Einzelmaßnahmen zur Fokussierung, zum Leistungsverzicht und zur Prozessoptimierung werden ab 2026 Kosteneinsparungen von über 85 Mio. € p.a. realisiert. Damit wurde das ursprüngliche Ziel von 75 Mio. € deutlich übertroffen. Im Rahmen des Programms wurden ~600 Vollzeitstellen abgebaut. Betriebsbedingte Kündigungen gab es nicht.

### **back2black**

back2black ist das Sanierungsprogramm für die Schaden- & Unfallversicherung. Seit dem Start in 2024 wurde eine Reihe von Maßnahmen in die Wege geleitet. Dazu gehören die Sanierung des Portfolios über Prämienanpassungen, die Einstellung des Verkaufs verlustbringender Produkte sowie Exzellenz-Initiativen in der Versicherungstechnik (Underwriting, Schadensmanagement, Rückversicherung). 2025 übertraf das Programm bereits die geplante Wirkung auf das versicherungstechnische Ergebnis. Ziel des Programms ist es, dass das Segment spätestens 2027 wieder einen positiven Beitrag zum Konzernergebnis beisteuert. Sollte NÜRNBERGER ihre diesjährigen Ziele erreichen, wird sie dies bereits 2026 schaffen.

### **Geschäftsmodell Prävention**

Der Wandel hin zum Präventionsversicherer wurde 2025 fortgesetzt. Der Fokus lag im vergangenen Jahr vor allem auf der Krankenversicherung. Hier verfolgt die NÜRNBERGER zwei Wege: die Entwicklung von Produkten mit wesentlichen Präventionsmerkmalen und die Identifizierung von Kooperations- und Dienstleistungspartnern, die attraktive und innovative Lösungen anbieten.

### **#vomICHzumWIR / Kultur**

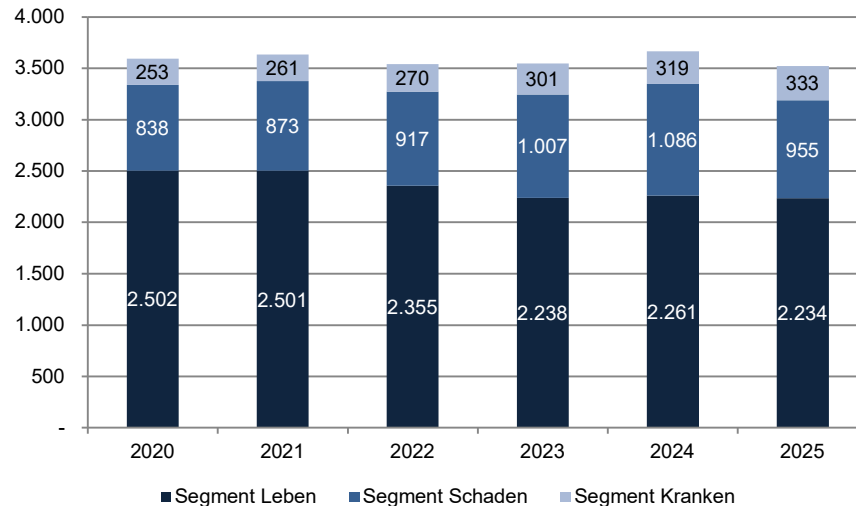
Der Fokus lag 2025 auf der Weiterentwicklung der Performance-Kultur und der Leadership-Qualitäten. Das beinhaltet eine klare Kommunikation von Zielen und Erwartungen sowie Leistungsfeedbacks.

Der Strategieprozess wird auch nach Vollzug der Übernahme durch die VIG fortgesetzt und vermutlich beschleunigt. Durch die Übernahme durch die VIG entstehen Möglichkeiten, die eigenständig nicht realisierbar gewesen wären. Beispiele dafür sind IT-Investitionen und Skalierungseffekte.

### GuV: Rückkehr zur Profitabilität geschafft

Die **gebuchten Bruttobeiträge** sanken 2025 auf 3.521,2 Mio. € (Vj. 3.665,4 Mio. €). Die Entwicklung innerhalb der Segmente war unterschiedlich. Während das Segment Kranken ein Wachstum von 4,4% verzeichnete, gingen die gebuchten Beiträge im Segment Leben und Schaden um -1,2% bzw. -12,1% zurück.

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



Quelle: Solventis Research, NÜRNBERGER Beteiligungs-AG

Wie erwartet war das **Neugeschäft** 2025 wieder rückläufig und lag bei 381,1 Mio. € (Vj. 488,3 Mio. €). Weniger Neugeschäft war in allen drei Segmenten (Leben: -19,7%, Schaden: -27,6% & Kranken: -20,4%) zu beobachten.

Die **Nettoerträge aus Kapitalanlagen der konventionellen Versicherung** stiegen auf 586,2 Mio. € (Vj. 551,9 Mio. €). Bei den **Nettoerträgen aus Kapitalanlagen der fondsgebundenen Versicherung** gab es hingegen einen negativen Swing auf -25,0 Mio. € (Vj. 73,8 Mio. €).

Die **Aufwendungen für Versicherungsfälle f. e. R.** sanken auf 2.602,7 Mio. € (Vj. 2.802,3 Mio. €). Der Rückgang beruht im Wesentlichen auf dem geringeren Schadensaufkommen im Segment Schaden.

Die **Aufwendungen für den Versicherungsbetrieb f. e. R.** waren ebenfalls rückläufig und betragen nur noch 489,8 Mio. € (Vj. 685,4 Mio. €). Der Rückgang war über alle Segmente hinweg zu beobachten.

Da in den vergangenen Jahren viel aus den **Schwankungsrückstellungen und ähnlichen Rückstellungen** entnommen worden war, mussten 2025 neue Rückstellungen in Höhe von 43,3 Mio. € (Vj. Auflösung von 68,3 Mio. €) gebildet werden.

Die **sonstigen Erträge** waren auch 2025 stark erhöht und beliefen sich auf 225,1 Mio. € (Vj. 206,9 Mio. €). Darin enthalten ist der Ertrag aus dem Verkauf von Tochterunternehmen von 39,2 Mio. € (Vj. 0 €). Deutlich zurückgegangen ist hingegen

der Ertrag aus der Auflösung von sonstigen Rückstellungen, der sich nur noch auf 6,6 Mio. € (Vj. 24,7 Mio. €) belief. Die **sonstigen Aufwendungen** waren mit 194,4 Mio. € höher als im Vorjahr (Vj. 182,3 Mio. €). Die **Abschreibungen auf den Geschäfts- und Firmenwert** betragen 0,5 Mio. € (Vj. 0,2 Mio. €). Damit ist der Geschäfts- und Firmenwert komplett abgeschrieben.

Das **Ergebnis der normalen Geschäftstätigkeit** verbesserte sich auf 228,5 Mio. € (Vj. 27,2 Mio. €).

Die Aufwendungen für die Transformationsprogramme gingen 2025 zurück und führten zu einem **außerordentlichen Ergebnis** von -19,9 Mio. € (Vj. -37,1 Mio. €).

Das **Steuerergebnis** (161,7 Mio. €, Vj. 67,1 Mio. €) war 2025 durch mehrere Sondereffekte geprägt:

- Latente Steuern: Senkung des Körperschaftsteuersatzes 2028 - 2032
- Umsatzsteuernachbelastung: 38,9 Mio. €
- Grunderwerbsteuer im Rahmen der Übernahme: 36,9 Mio. €

Dies führte insgesamt zu einem **Konzernergebnis** von 46,8 Mio. € (Vj. -77,0 Mio. €). Nach Abzug der Minderheiten ergibt sich ein **Konzernjahresüberschuss** von 44,4 Mio. € (Vj. -78,5 Mio. €).

### **Bilanz: Eigenkapital steigt**

Die Bilanzsumme belief sich Ende 2025 auf 37,2 Mrd. € (Vj. 36,6 Mrd. €). Der Anstieg resultierte im Wesentlichen aus den **Kapitalanlagen für Rechnung und Risiko von Inhabern von LV & UV**, die um 0,4 Mrd. € auf 11,2 Mrd. € zulegten, sowie den Kapitalanlagen, die um 0,3 Mrd. € auf 24,6 Mrd. € zunahmen.

Auf der Passivseite erhöhte sich das **Eigenkapital** aufgrund des positiven Konzernergebnisses auf 891,3 Mio. € (Vj. 848,5 Mio. €). Wesentliche Veränderungen gab es zudem bei den **versicherungstechnischen Rückstellungen im Bereich der LV & UV** auf 11,2 Mrd. € (Vj. 10,8 Mrd. €) sowie bei den **versicherungstechnischen Rückstellungen** auf 24,3 Mrd. € (Vj. 24,0 Mrd. €). Darüber hinaus stiegen die **Depotverbindlichkeiten aus dem in Rückdeckung gegebenen Versicherungsgeschäft** von 151,8 Mio. € auf 291,6 Mio. €.

### Segment Leben: Neugeschäft bricht ein – Ergebnis stabil

Das **Neugeschäft** entwickelte sich 2025 schlechter als erwartet. Zwar wurde ein Rückgang prognostiziert, jedoch fiel dieser mit -19,7% auf 262,8 Mio. € wesentlich höher aus. Besonders schwach war die Entwicklung im wichtigen Neugeschäft aus laufenden Beiträgen. Diese gingen um 22,1% auf 155,4 Mio. € zurück. Hintergrund war eine Schwäche bei den fondsgebundenen Versicherungen, Berufsunfähigkeitsversicherungen (BU) sowie Renten- und Pensionsversicherungen. Die Einmalbeiträge, die in den vergangenen Jahren schon deutlich reduziert worden waren, verloren noch einmal 16,0% und betragen 107,3 Mio. €. Den Rückgang ordnet der Vorstand nicht als dauerhaften Trend ein. Bereits 2026 soll das Neugeschäft wieder zulegen.

Diese Schwäche zeigte sich auch in den **gebuchten Bruttobeiträgen**, die um 1,2% auf 2.234,2 Mio. € (Vj. 2.261,0 Mio. €) zurückgingen. Die Anzahl der Verträge im Versicherungsbestand verringerte sich um 2,5%.

Der Trend bei der **Abschlusskostenquote** setzte sich fort. Durch das schwache Neugeschäft sank die Quote auf 4,7% (Vj. 4,9%). Ebenfalls rückläufig war die **Verwaltungskostenquote**, die 3,8% (Vj. 4,1%) betrug.

Das **Gesamtergebnis** war mit 424,7 Mio. € (Vj. 424,6 Mio. €) nahezu unverändert. Nach Abzug der Rückstellung für Beitragsrückerstattung ergab sich ein **Segmentergebnis** von 46,4 Mio. € (Vj. 48,6 Mio. €). Damit wurde die Prognose von 51 Mio. € nicht erreicht. Auffällig war im Segment der hohe negative **Steueraufwand** von -123,5 Mio. € (Vj. -22,1 Mio. €), der auf Grunderwerbsteuer und Umsatzsteuernachbelastung aus der Fondsanlage zurückzuführen war.

### NÜRNBERGER: Segmentübersicht

	Segment Leben			Segment Schaden			Segment Kranken		
	2025	2024	yoy	2025	2024	yoy	2025	2024	yoy
<b>Beiträge (in Mio. €)</b>									
Neubeiträge	262,8	327,2	-19,7%	100,7	139,0	-27,6%	17,6	22,1	-20,4%
Gebuchte Bruttobeiträge	2.234,2	2.261,0	-1,2%	954,5	1.085,8	-12,1%	332,5	318,6	4,4%
Verdiente Beiträge f. e. R.	2.162,9	2.201,1	-1,7%	708,6	834,5	-15,1%	320,3	307,8	4,1%
<b>Ertragskennzahlen (in Mio. €)</b>									
Gesamtergebnis	424,7	424,6	0,0%				24,1	24,2	-0,4%
Ergebnis vor Steuern	169,9	70,8	140,0%	-22,5	-129,5	82,6%	13,7	9,0	52,2%
Segmentergebnis	46,4	48,6	-4,5%	-38,2	-157,4	75,7%	8,2	6,7	22,4%
<b>sonstige Kennzahlen</b>									
Solvenzquote	513%	544%		153%	116%		263%	413%	
Schaden-Kosten-Quote				96,0%	116,0%				
Versicherungsverträge in Tsd.	2.369	2.430	-2,5%	2.378	2.711	-12,3%	568	559	7,10%

Quelle: Solventis Research, NÜRNBERGER Beteiligungs-AG

### Segment Schaden: NÜRNBERGER macht trotz Verlust Fortschritte

2025 wurde die Sanierung im Segment fortgesetzt. Betroffen waren vor allem die Sparten Kfz, Wohngebäude, Sach- und Großgewerbe sowie Haftpflicht Gewerbe Individual. Zu den getroffenen Maßnahmen gehörten Preisanpassungen, eine restriktivere Annahmepolitik, die Optimierung des Rückversicherungsschutzes sowie neue Underwriting-Leitlinien. Gänzlich aufgegeben wurde hingegen das Transportgeschäft, das sich nun im Run-off befindet.

In den ertragreichen Geschäftsfeldern der Unfallversicherung sowie in den Produktlinien Private und Business Line will die NÜRNBERGER weiter wachsen.

Infolge der Sanierung gingen die **gebuchten Bruttobeiträge** um 12,1% auf 954,5 Mio. € zurück. Mit Ausnahme der Versicherungszweige Rechtsschutz und Sonstige verzeichneten alle übrigen einen Rückgang bei den gebuchten Bruttobeiträgen. Besonders erwähnenswert sind die Kfz-Haftpflichtversicherung (-12,7%), die sonstige Kraftfahrtversicherung (-10,0%) und die Transport- und Luftfahrtversicherung (-70,3%). Infolge der Neuausrichtung sank der Bestand an Versicherungsverträgen von 2,7 Mio. auf 2,4 Mio.

Auch im Segment Schaden enttäuschte das **Neugeschäft**, das um 27,6% auf 100,7 Mio. € zurückging. Dazu trugen die Kraftfahrtversicherungen mit -21,0 Mio. € und die Sach-, Haftpflicht- und Unfallsparten mit -17,4 Mio. € bei.

Nach vielen schadensreichen Jahren war 2025 wieder ein schadensarmes Jahr. Insgesamt beliefen sich die Aufwendungen für Versicherungsfälle auf 451,6 Mio. € (Vj. 705,7 Mio. €). Die Verbesserung war auf eine günstigere Abwicklung von Vorjahresschäden sowie einen vorteilhafteren Schadensverlauf, insbesondere durch geringere Risiken aus Naturgefahren, zurückzuführen. Dies spiegelte sich auch in der **Schaden-Kosten-Quote (brutto)** wider, die mit 96,0% (Vj. 116,0%) unter die wichtige Schwelle von 100% gefallen war.

Das **versicherungstechnische Nettoergebnis vor Schwankungsrückstellungen** (nach Rückversicherung) war mit 0,1 Mio. € (Vj. -184,8 Mio. €) wieder positiv. Aufgrund der hohen Zuführungen zu den **Schwankungsrückstellungen** (43,3 Mio. €, Vj. Auflösung 68,3 Mio. €) war das Ergebnis mit -43,2 Mio. € (Vj. -116,5 Mio. €) weiterhin negativ. Die Aufwendungen für das Transformationsprogramm beliefen sich im Segment auf 6,3 Mio. €.

Das **Segmentergebnis vor Steuern** belief sich auf -22,5 Mio. € (Vj. -129,5 Mio. €). Unterm Strich betrug der **Verlust** 38,2 Mio. € nach 157,4 Mio. € im Vorjahr.

#### NÜRNBERGER: Kennzahlen Segment Schaden

	Gebuchte Bruttobeiträge in Mio.€			Schaden-Kosten-Quote	
	2025	2024		2025	2024
Unfallversicherung	94,2	99,5	-5,3%	88,1%	81,3%
Haftpflichtversicherung	88,3	93,4	-5,5%	145,4%	156,7%
Kraftfahrzeug-Haftpflichtversicherung	162,2	185,9	-12,8%	100,9%	137,3%
Sonstige Kraftfahrtversicherung	154,4	171,5	-10,0%	100,8%	125,0%
Feuer- und Sachversicherung	274,5	299,1	-8,2%	78,0%	100,8%
Transport- und Luftfahrtversicherung	25,6	86,3	-70,3%	-	-
Rechtsschutzversicherung	98,5	95,0	3,7%	89,7%	91,7%
Sonstige Versicherungen	56,9	55,0	3,4%	79,5%	156,2%
<b>Gesamtes Versicherungsgeschäft</b>	<b>954,5</b>	<b>1.085,8</b>	<b>-12,1%</b>	<b>96,0%</b>	<b>116,0%</b>

Quelle: Solventis Research, NÜRNBERGER Beteiligungs-AG

Die besser als erwartete Ergebnisentwicklung hat dazu geführt, dass sich die Solvenzquote von 116% auf 153% verbesserte.

### Segment Kranken: Ergebnis übertrifft Erwartungen

Die **gebuchten Bruttobeiträge** nahmen 2025 auf 332,5 Mio. € (Vj. 318,6 Mio. €) zu. Wie schon in den anderen Segmenten fiel der Rückgang des Neugeschäfts stärker aus als erwartet (17,6 Mio. €, Vj. 22,1 Mio. €). Dazu trugen die Zusatzversicherungen maßgeblich bei. Die **Anzahl der Versicherungsverträge** nahm auf 567.627 (Vj. 559.334) zu.

Die **Schadenquote** stieg weiter auf 64,3% (Vj. 62,4%). Die **Verwaltungskostenquote** war hingegen mit 4,2% stabil.

Das **Gesamtergebnis** lag mit 24,1 Mio. € (Vj. 24,2 Mio. €) überraschend auf Vorjahresniveau. Der Vorstand hatte mit 19 Mio. € gerechnet. Auch das **Segmentergebnis** entwickelte sich besser als erwartet und belief sich auf 8,2 Mio. € (Vorjahr: 6,7 Mio. €). Der Vorstand hatte rd. 7 Mio. € in Aussicht gestellt.

### Segment Bankdienstleistungen: Übertrifft Erwartungen

2025 war erneut ein erfolgreiches Jahr für die Fürst Fugger Privatbank. Unklar ist, ob die Privatbank Teil des NÜRNBERGER Konzerns bleibt. Laut Bloomberg prüft VIG nach dem Vollzug der Übernahme der NBG einen möglichen Verkauf der Privatbank.

Die **Assets under Control** stiegen auf 7,4 Mrd. € (Vj. 6,9 Mrd. €). Positiv entwickelten sich die **Provisionserlöse**, die auf 58,2 Mio. € (Vj. 54,3 Mio. €) zulegten. Rückläufig waren hingegen die **Nettoerträge aus Kapitalanlagen** (inkl. Zinsergebnis), die auf 17,1 Mio. € (Vj. 21,9 Mio. €) zurückgingen. Nach Berücksichtigung sonstiger Erträge und Aufwendungen ergab sich ein **Ergebnis vor Steuern** von 18,3 Mio. € (Vj. 19,5 Mio. €). Das **Segmentergebnis** lag mit 11,1 Mio. € zwar unter Vorjahr (Vj. 13,2 Mio. €), aber über der Prognose von 10 Mio. €.

### Ausblick 2026

Für 2026 erwartet der GDV in **Deutschland** ein Beitragswachstum von 4,7%. In den für die NÜRNBERGER relevanten Sparten stellt sich das erwartete Beitragswachstum wie folgt dar:

- Lebensversicherung: +1,1%
  - Laufende Beiträge: -0,8%
  - Einmalgeschäft: +4,8%
- Private Krankenversicherung: +10,5%
- Schadensversicherung: +5,2%

### NÜRNBERGER: Übersicht Unternehmensprognose

Segment	Gebuchte Beiträge	Neugeschäft	Ergebnis
Leben	leichter Rückgang	geringer Zuwachs	rd. 50 Mio. €
Schaden	erhebliche Verringerung	deutlicher Rückgang	positiver einstelliger Mio. €-Betrag
Kranken	deutlicher Zuwachs	spürbarer Anstieg	rd. 7 Mio. €
Bankdienstleistungen	Provision: Rückgang	Zinsergebnisses: leichte Verringerung	rd. 12 Mio. €
<b>Konzern</b>	<b>spürbare Verringerung</b>	<b>leichter Rückgang</b>	<b>rd. 80 Mio. €</b>

Quelle: Solventis Research, NÜRNBERGER Beteiligungs-AG

Im **Segment Leben** wird die Ausrichtung auf den Einkommenschutz weiter fortgesetzt. Mitte des Jahres ist ein Relaunch der BU-Produkte geplant. Neben einer Verbesserung der Bedingungswerke für Kunden und Vermittler soll dabei auch eine innovative Präventionskomponente integriert werden. Vor diesem Hintergrund wird nur ein geringer Zuwachs im Neugeschäft erwartet. Bei den gebuchten Bruttobeiträgen wird hingegen mit leichten Rückgängen gerechnet. Das Gesamtergebnis soll 2026 leicht rückläufig sein. Der Vorstand begründet dies mit dem Wegfall außerordentlicher Erträge aus einem Rückversicherungsabkommen. **Unter dem Strich soll sich das Segmentergebnis jedoch auf 50 Mio. € (2025: 46,4 Mio. €) verbessern.**

Die positive Entwicklung im **Segment Schaden** soll sich auch 2026 fortsetzen. Der Fokus liegt 2026 weiterhin auf Bestandsbereinigungen. Daher wird erneut ein deutlicher Rückgang beim Neugeschäft sowie eine erhebliche Verringerung der gebuchten Beiträge erwartet. Für 2026 erwartet der Vorstand aufgrund der weiteren Senkung der Großschadenneigung des Portfolios eine leichte Reduzierung der Schaden-Kosten-Quote (Brutto). Aufgrund erneuter Zuführungen zur Schwankungsrückstellung soll das versicherungstechnische Ergebnis zwar weiterhin negativ ausfallen, jedoch besser als im Vorjahr. **Dennoch wird für das Segmentergebnis ein positiver einstelliger Mio.-Betrag angestrebt (2025: -38,2 Mio. €).**

Die NÜRNBERGER will wieder im **Segment Kranken** angreifen. Der Fokus liegt weiterhin auf Zusatz- sowie betrieblichen Krankenversicherungen. Zum 01.07. will die NÜRNBERGER einen neuartigen Präventionstarif platzieren. Das Neugeschäft soll in diesem Jahr spürbar gesteigert werden. Bei den gebuchten Beiträgen wird ein deutlicher Zuwachs erwartet. Während das Gesamtergebnis erheblich ansteigen soll, **erwartet die NÜRNBERGER beim Segmentergebnis einen Rückgang auf rd. 7 Mio. € (2025: 8,2 Mio. €).**

Im **Segment Bankdienstleistungen** wird ein **Anstieg des Segmentergebnisses auf rd. 12 Mio. € (2025: 11,1 Mio. €) erwartet.** Dies begründet die NÜRNBERGER damit, dass voraussichtlich keine Zuführung zu den Vorsorgereserven für allgemeine Bankrisiken vorgenommen werden muss.

Auf **Konzernebene** führt dies zu einer spürbaren Verringerung der gebuchten Beiträge und einem leichten Rückgang des Neugeschäfts. **Unter dem Strich stellt die NÜRNBERGER ein Konzernergebnis von 80 Mio. € (2025: 46,8 Mio. €) in Aussicht.**

## Bewertung

Wir gehen davon aus, dass die VIG nach Vollzug des Übernahmeangebots einen Squeeze-Out einleiten wird. Entscheidet sich die VIG für einen übernahmerechtlichen Squeeze-Out, erhalten die verbleibenden Aktionäre eine Barabfindung von 120,00 €. Der Nachteil dieser Variante besteht darin, dass sich dieses Verfahren deutlich länger hinzieht. Im Falle von infas erteilt das LG Frankfurt die Freigabe mehr als ein Jahr nach Einreichung des Antrags. Bei einem aktienrechtlichen Squeeze-Out erhalten die Aktionäre mindestens den Dreimonatsdurchschnittskurs, der aktuell bei ca. 120 € liegt.

**Somit erhalten wir ein unverändertes Kursziel von 120 € je NBG-Aktie.**

An unserer Schätzung für das Konzernergebnis haben wir für 2026 keine Veränderungen vorgenommen. Wir erwarten weiterhin ein Konzernergebnis von 80 Mio. €. Für den fairen Wert ohne Übernahmesituation erhalten wir im Dividendendiskontierungsmodell nun 75,57 € (vorher: 65,85 €) je NBG-Aktie und in unserem ERM-Modell 80,65 € (vorher: 68,94 €) je NBG-Aktie.

### NÜRNBERGER: Dividendendiskontierungsmodell (DDM), in Mio. €

	2026e	2027e	2028e	2029e	2030e	2031e	2032e	2033e	2034e	2035e	2036e
<b>Konzernjahresüberschuss</b>	<b>80,0</b>	<b>90,0</b>	<b>95,0</b>	<b>100,0</b>	<b>105,0</b>	<b>110,0</b>	<b>115,0</b>	<b>117,5</b>	<b>120,0</b>	<b>121,5</b>	<b>123,0</b>
Wachstumsrate	80,2%	12,5%	5,6%	5,3%	5,0%	4,8%	4,5%	2,2%	2,1%	1,3%	1,3%
<b>Ergebnis je Aktie</b>	<b>6,94 €</b>	<b>7,81 €</b>	<b>8,25 €</b>	<b>8,68 €</b>	<b>9,11 €</b>	<b>9,55 €</b>	<b>9,98 €</b>	<b>10,20 €</b>	<b>10,42 €</b>	<b>10,55 €</b>	<b>10,68 €</b>
<b>Dividende je Aktie</b>	<b>3,00 €</b>	<b>3,75 €</b>	<b>4,00 €</b>	<b>4,30 €</b>	<b>4,50 €</b>	<b>4,70 €</b>	<b>5,00 €</b>	<b>5,10 €</b>	<b>5,20 €</b>	<b>5,30 €</b>	<b>5,30 €</b>
Ausschüttungsquote	43,2%	48,0%	48,5%	49,5%	49,4%	49,2%	50,1%	50,0%	49,9%	50,3%	49,6%
Kumulierte EK-Kosten	108,5%	117,7%	127,7%	138,6%	150,4%	163,1%	177,0%	192,1%	208,4%	226,1%	245,3%
Diskontierte Dividenden	2,76 €	3,19 €	3,13 €	3,10 €	2,99 €	2,88 €	2,82 €	2,66 €	2,50 €	2,34 €	2,16 €
Summe Diskontierte Dividenden	30,54 €										
Diskontierte TV	45,03 €										
<b>Fairer Wert der Aktie</b>	<b>75,57 €</b>										

Quelle: Solventis Research, NÜRNBERGER Beteiligungs-AG

### NÜRNBERGER: Excess-Return-Modell (ERM), in Mio. €

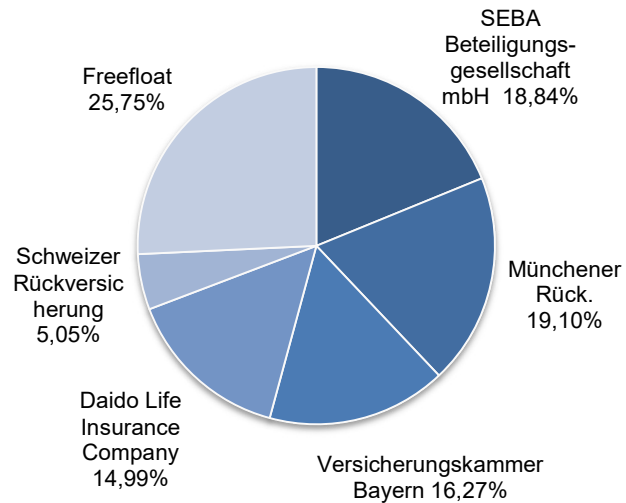
	2026e	2027e	2028e	2029e	2030e	2031e	2032e	2033e	2034e	2035e	2036e
Buchwert EK (zu Beginn des Jahres)	872,1	929,0	984,5	1.036,3	1.090,2	1.145,6	1.203,8	1.264,7	1.324,6	1.385,8	1.447,4
Return on Equity	8,9%	9,4%	9,4%	9,4%	9,4%	9,4%	9,3%	9,1%	8,9%	8,6%	8,5%
Konzernjahresüberschuss	80,0	90,0	95,0	100,0	105,0	110,0	115,0	117,5	120,0	121,5	123,0
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	74,1	79,0	83,7	88,1	92,7	97,4	102,3	107,5	112,6	117,8	123,0
überschüssiger Ertrag (Excess Return)	5,9	11,0	11,3	11,9	12,3	12,6	12,7	10,0	7,4	3,7	0,0
TV Excess Return											-21,3
Kumulierte Eigenkapitalkosten	108,5%	117,7%	127,7%	138,6%	150,4%	163,1%	177,0%	192,1%	208,4%	226,1%	245,3%
Barwert Excess Return	5,4	9,4	8,9	8,6	8,2	7,7	7,2	5,2	3,6	1,6	0,0
Thesaurierungsrate	56,8%	52,0%	51,5%	50,5%	50,6%	50,8%	49,9%	50,0%	50,1%	49,7%	50,4%
Thesaurierung	45,4	46,8	48,9	50,5	53,2	55,9	57,4	58,7	60,1	60,4	62,0
Ausschüttung	34,6	43,2	46,1	49,5	51,8	54,1	57,6	58,8	59,9	61,1	61,1
<b>EPS</b>	<b>6,94 €</b>	<b>7,81 €</b>	<b>8,25 €</b>	<b>8,68 €</b>	<b>9,11 €</b>	<b>9,55 €</b>	<b>9,98 €</b>	<b>10,20 €</b>	<b>10,42 €</b>	<b>10,55 €</b>	<b>10,68 €</b>
<b>DPS</b>	<b>3,00 €</b>	<b>3,75 €</b>	<b>4,00 €</b>	<b>4,30 €</b>	<b>4,50 €</b>	<b>4,70 €</b>	<b>5,00 €</b>	<b>5,10 €</b>	<b>5,20 €</b>	<b>5,30 €</b>	<b>5,30 €</b>
eingesetztes Kapital	872,1										
Summe Barwerte Excess Return	57										
Wert des EK	929										
Anzahl Aktien (in Mio.)	11,52										
<b>Wert pro Aktie</b>	<b>80,65 €</b>										

Quelle: Solventis Research, NÜRNBERGER Beteiligungs-AG

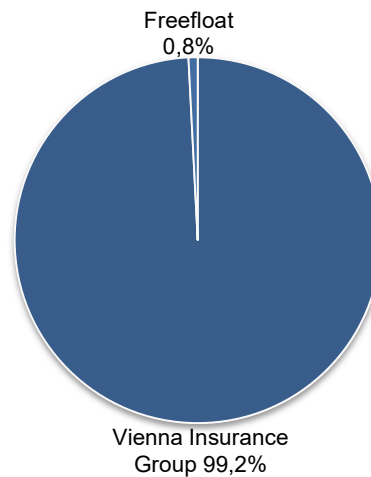
### Aktionärsstruktur

Ende 2025 hatte die VIG ein Erwerbsangebot zu 120,00 € gemacht und sich damit fast alle Aktien gesichert. Nach Vollzug des Angebots halten die Wiener einen Anteil von 99,2%. Der Anteil des Freefloat sinkt von 25,75% auf 0,8%.

### NÜRNBERGER: Aktionärsstruktur



### NÜRNBERGER: Aktionärsstruktur (nach Vollzug)



Quelle: Solventis Research, NÜRNBERGER Beteiligungs-AG

## Anhang: Konzern-GuV und Konzern-Bilanz

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

	2025	yoy	2026e	yoy	2027e	yoy	2028e	yoy
<b>Gebuchte Bruttobeiträge</b>	<b>3.521,2</b>	<b>-3,9%</b>	<b>3.398,0</b>	<b>-3,5%</b>	<b>3.482,9</b>	<b>2,5%</b>	<b>3.570,0</b>	<b>2,5%</b>
<b>Verdiente Beiträge f. e. R.</b>	<b>3.191,8</b>	<b>-4,5%</b>	<b>3.080,1</b>	<b>-3,5%</b>	<b>3.157,1</b>	<b>2,5%</b>	<b>3.236,0</b>	<b>2,5%</b>
Beiträge aus der Rückstellung für Beitragsrückerstattung	190,2	39,2%	126,0	-33,7%	129,2	2,5%	132,4	2,5%
Netto-Erträge aus Kapitalanlagen	560,4	-10,3%	528,6	-5,7%	576,5	9,1%	601,2	4,3%
Nicht realisierte G/V Kapitalanlagen der fondgeb. Vers.	791,7	-31,8%	956,2	20,8%	992,1	3,8%	992,1	0,0%
Sonstige Versicherungstechnische Erträge f. e. R.	6,2	-76,8%	20,0	222,6%	20,0	0,0%	20,0	0,0%
Aufwendungen für Versicherungsfälle f. e. R.	-2.602,7	7,1%	-2.575,6	1,0%	-2.653,3	-3,0%	-2.729,3	-2,9%
Veränderung übriger vers.tech. Netto-Rückstellungen	-958,4	33,5%	-1.089,2	-13,6%	-1.234,4	-13,3%	-1.253,7	-1,6%
Aufwendungen für Beitragsrückerstattung f. e. R.	-397,4	-0,1%	-397,4	0,0%	-347,3	12,6%	-356,0	-2,5%
Aufwendungen für den Versicherungsbetrieb f. e. R.	-489,8	28,5%	-479,8	2,0%	-467,1	2,6%	-464,3	0,6%
Sonstige versicherungstechnische Aufwendungen f. e. R.	-50,5	-57,3%	-32,7	35,2%	-33,1	-1,0%	-33,4	-1,0%
Veränderung der Schwankungsrück. und ähnlicher Rück.	-43,3	-163,4%	-25,0	42,3%	-10,0	60,0%	-10,0	0,0%
Sonstige Erträge	225,1	8,8%	189,5	-15,8%	187,3	-1,1%	192,1	2,6%
Sonstige Aufwendungen	-194,4	-6,6%	-186,3	4,2%	-188,4	-1,2%	-190,7	-1,2%
Abschreibungen auf den Geschäfts- oder Firmenwert	-0,5	-150,0%	0,0	100,0%	0,0	n. m.	0,0	n. m.
<b>Ergebnis der normalen Geschäftstätigkeit</b>	<b>228,4</b>	<b>739,7%</b>	<b>114,3</b>	<b>-49,9%</b>	<b>128,6</b>	<b>12,4%</b>	<b>136,4</b>	<b>6,1%</b>
Außerordentliches Ergebnis	-19,9	0,0%	0,0	0,0%	0,0	0,0%	0,0	0,0%
<b>Ergebnis vor Steuern</b>	<b>208,5</b>	<b>2206,1%</b>	<b>114,3</b>	<b>-45,2%</b>	<b>128,6</b>	<b>12,4%</b>	<b>136,4</b>	<b>6,1%</b>
Steuern	-161,7	-141,0%	-33,8	79,1%	-38,1	-12,6%	-40,9	-7,5%
<b>Jahresüberschuss</b>	<b>46,8</b>	<b>160,8%</b>	<b>80,5</b>	<b>72,1%</b>	<b>90,5</b>	<b>12,4%</b>	<b>95,5</b>	<b>5,5%</b>
Anteil Dritter	-2,4	-57,0%	-0,5	79,4%	-0,5	0,0%	-0,5	0,0%
<b>Konzernjahresüberschuss</b>	<b>44,4</b>	<b>156,5%</b>	<b>80,0</b>	<b>80,4%</b>	<b>90,0</b>	<b>12,4%</b>	<b>95,0</b>	<b>5,6%</b>
<b>Ergebnis je Aktie (in €)</b>	<b>3,85</b>	<b>156,5%</b>	<b>6,95</b>	<b>80,4%</b>	<b>7,81</b>	<b>12,4%</b>	<b>8,25</b>	<b>5,6%</b>

Quelle: Solventis Research, NÜRNBERGER Beteiligungs-AG

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

	2025	yoy	2026e	yoy	2027e	yoy	2028e	yoy
<b>Aktiva</b>								
Sachanlagen und Vorräte	19,9	-16,6%	17,9	-10,0%	16,1	-10,0%	14,5	-10,0%
Immaterielle Vermögensgegenstände	96,2	0,1%	98,6	2,5%	101,0	2,5%	103,5	2,5%
Geschäfts- oder Firmenwert	0,0	-100,0%	0,0	n. m.	0,0	n. m.	0,0	n. m.
Kapitalanlagen	24.644,4	1,2%	25.238,3	2,4%	25.865,7	2,5%	26.503,0	2,5%
Kapitalanlagen für Rechnung und Risiko von Inhabern von LV & UV	11.191,8	4,0%	11.777,5	5,2%	12.384,7	5,2%	12.992,0	4,9%
Forderungen	541,7	12,6%	552,5	2,0%	563,5	2,0%	574,8	2,0%
Kassenbestand	547,8	12,3%	558,7	2,0%	555,6	-0,6%	547,4	-1,5%
Sonstige Vermögensgegenstände	110,5	15,9%	101,6	-8,1%	102,6	1,0%	103,6	1,0%
Rechnungsabgrenzungsposten	188,7	10,2%	188,7	0,0%	188,7	0,0%	188,7	0,0%
Aktive Latente Steuern	141,1	-16,6%	141,1	0,0%	141,1	0,0%	141,1	0,0%
<b>Bilanzsumme Aktiva</b>	<b>37.482,0</b>	<b>2,3%</b>	<b>38.674,8</b>	<b>3,2%</b>	<b>39.919,2</b>	<b>3,2%</b>	<b>41.168,7</b>	<b>3,1%</b>
<b>Passiva</b>								
Eigenkapital	891,3	5,1%	947,8	6,3%	1.002,7	5,8%	1.054,0	5,1%
Nachrangige Verbindlichkeiten	0,0	-100,0%	0,0	n. m.	0,0	n. m.	0,0	n. m.
Versicherungstechnische Rückstellungen	23.431,5	1,2%	23.972,7	2,3%	24.545,3	2,4%	25.126,7	2,4%
Versicherungstechnische Rückstellungen im Bereich der LV- & UV*	11.196,9	3,7%	11.782,9	5,2%	12.390,4	5,2%	12.997,9	4,9%
Pensionsrückstellungen	170,5	-4,8%	167,9	-1,5%	165,4	-1,5%	162,8	-1,5%
Andere Rückstellungen	260,5	13,1%	263,1	1,0%	265,7	1,0%	268,4	1,0%
Depotverbindlichkeiten aus dem in Rückdeckung gegebenen Vers.geschäft	291,6	92,1%	294,5	1,0%	297,4	1,0%	300,4	1,0%
Andere Verbindlichkeiten	1.237,3	-2,8%	1.243,5	0,5%	1.249,7	0,5%	1.255,9	0,5%
Rechnungsabgrenzungsposten	2,5	-14,6%	2,5	0,0%	2,5	0,0%	2,5	0,0%
<b>Bilanzsumme Passiva</b>	<b>37.482,0</b>	<b>2,3%</b>	<b>38.674,8</b>	<b>3,2%</b>	<b>39.919,2</b>	<b>3,2%</b>	<b>41.168,7</b>	<b>3,1%</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: **04.05.2026, 9:10 Uhr**, erstmalige Veröffentlichung: **15.04.2026, 10:00 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
11.08.25	Löchner	Halten	60,00 €	59,60 €	12 Monate
08.09.25	Löchner	Kaufen	67,50 €	62,80 €	12 Monate
16.10.25	Löchner	Kaufen	115,00 €	103,00 €	12 Monate
20.10.25	Löchner	Andienen	120,00 €	118,50 €	12 Monate

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

Empfehlungsübersicht Research-Reports (01.04.2025 - 31.03.2026)		in %	Auftrags- research	in %
Kaufen	50	84,7%	37	62,7%
Halten	8	13,6%	8	13,6%
Verkaufen	1	1,7%	1	1,7%
Insgesamt	59	100,0%	46	78,0%

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.**