

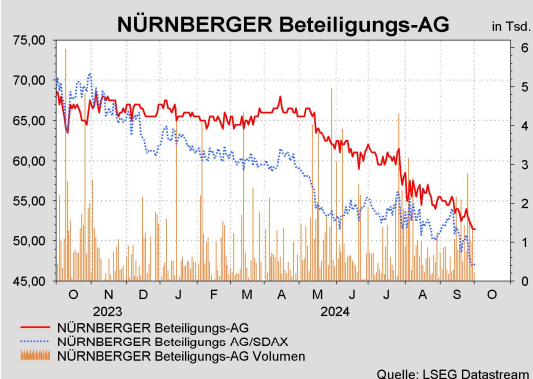
# NÜRNBERGER Beteiligungs-AG Kaufen (Kaufen)

**Kursziel** 73,50 € (73,50 €)  
Kurspotenzial 42,7%  
Kurs (01.10.2024) 51,50 €

ISIN DE0008435967  
Marktkapitalisierung 593,3 Mio. €  
Anzahl Aktien 11,5 Mio.  
Marktsegment Scale  
Homepage [www.nuernberger.com](http://www.nuernberger.com)

## Kennzahlen und Prognosen

je Aktie in €	2023	2024e	2025e	2026e
Bruttobeiträge (Mrd. €)	3,55	3,70	3,77	3,84
EBT (Mio. €)	65,7	15,0	72,6	114,7
Konzern-JÜ (Mio. €)	41,7	0,0	50,0	80,0
Ergebnis je Aktie	3,62	0,00	4,34	6,94
Dividende je Aktie	3,50	3,50	3,50	3,50
Buchwert je Aktie	82,48	78,98	79,82	83,27
KGV	18,5	-	11,9	7,4
Kurs/Buchwert	0,81	0,65	0,65	0,62
ROE	4,7%	-	5,5%	8,5%
Dividendenrendite	5,2%	6,5%	6,5%	6,5%



## 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](mailto:nloechner@solventis.de)

## Hoher Verlust im H1'24 – Angepasste Prognose wurde bestätigt

Die erste Jahreshälfte der NÜRNBERGER Beteiligungs-AG (NBG) war geprägt von hohen Schäden und dem Effizienzprogramm „Fit für die Zukunft“. Die wesentlichen Treiber der Schadenentwicklung waren hohe Belastungen aus Elementarereignissen, Feuer-Großschäden bei geringer Rückversicherungsentlastung sowie deutliche Kostensteigerungen in der KFZ-Versicherung. Dies führte im Segment Schaden zu einem Verlust von 63,8 Mio. € (Vj. Verlust 10,1 Mio. €). Die anderen Segmente waren dagegen profitabel, wodurch das negative Ergebnis im Konzern auf 23,9 Mio. € (Vj. Gewinn 21,2 Mio. €) begrenzt werden konnte. Darin enthalten sind Rückstellungen für das Effizienzprogramm von 30 Mio. €. Das Ergebnis der normalen Geschäftstätigkeit (vor Steuern) belief sich auf 19,8 Mio. € (Vj. 34,3 Mio. €). Zur Dividende für das laufende Jahr wurden keine Aussagen gemacht. Wir gehen weiterhin von einer stabilen Dividende aus, wobei das Risiko einer Dividendenkürzung deutlich zugenommen hat. Wir bestätigen unsere Kaufempfehlung mit Kursziel 73,50 €.

Der Konzernumsatz konnte im H1'24 um 5,6% auf 2,3 Mrd. € gesteigert werden. Alle Komponenten trugen zu diesem Wachstum bei: die gebuchten Beiträge (+4,9% yoy, 1,8 Mrd. €), die Erträge aus Kapitalanlagen (+10,3%, 378 Mio. €) und die Provisionserlöse (0,4%, 33 Mio. €). Das Neugeschäft legte im H1'24 um 3,1% auf 275,8 Mio. € zu.

Der Ende Juli angepasste Ausblick auf ein ausgeglichenes Konzernergebnis 2024 wurde im Halbjahresbericht bestätigt. Für die gebuchten Beiträge wird weiterhin ein spürbarer Anstieg erwartet. Die Prognose für das Neugeschäft wurde hingegen auf einen spürbaren Rückgang (vorher: leichter Rückgang) gesenkt. Dies ist zum einen auf das Segment Schaden zurückzuführen, in dem aufgrund des aktuellen Preisniveaus auf Neugeschäft verzichtet wird. Zum anderen wird im Segment Kranken das Neugeschäft nach dem sehr hohen Wachstum in den letzten Jahren wieder etwas reduziert.

Frau **Christine Kaaz** ist mit sofortiger Wirkung in den Konzernvorstand berufen worden, wo sie das Ressort Schaden verantwortet. Frau Kaaz ist zudem seit dem 01.07.2024 Sprecherin des Vorstands der NÜRNBERGER Allgemeine Versicherungs-AG. Zuvor war sie über 20 Jahre in der Münchener Rück Gruppe tätig, zuletzt als Chief Underwriting Officer für das globale Schaden- & Unfallgeschäft. Sie soll das Segment Schaden wieder auf Kurs bringen (Details S. 2).

Beim **Effizienzprogramm** „Fit für die Zukunft“ hat die NÜRNBERGER im H1'24 die Weichen gestellt und ein Großteil der Maßnahmen beschlossen. Es soll einen Personalabbau von 600 Vollzeitstellen (20% der Mitarbeiter) bis Ende 2025 geben. Neben dem Personalabbau ist die NÜRNBERGER bei der Neubesetzung von offenen Stellen restriktiv, was sich in der gesunkenen Mitarbeiterzahl (Innendienst -2,5%) im H1'24 widerspiegelt. Zur Vereinfachung der Konzernstruktur wurden die Verschmelzung der NÜRNBERGER Beamten Lebensversicherung AG auf die NÜRNBERGER Lebensversicherung AG rückwirkend zum 01.01.2024 und der Verkauf der Nürnberger Pensionsfonds zum 01.01.2025 in die Wege geleitet. Weitere Verkaufsprozesse laufen.

### **Aktuelle Situation im Segment Schaden**

In den letzten Jahren ist das Segment Schaden immer tiefer in die Krise gerutscht. Die Gründe dafür sind der Klimawandel und die hohe Inflation. In der Vergangenheit gab es immer wieder große Naturkatastrophen, die es auch zukünftig geben wird. Durch den Klimawandel hat sich die Frequenz kleinerer Naturkatastrophen erhöht. Die Rückversicherung muss daran angepasst werden. Elementarschäden treffen die NÜRNBERGER härter als den Wettbewerb, da der Anteil der Versicherungen mit Elementarschadenkomponente bei der NÜRNBERGER höher ist. Es ist davon auszugehen, dass die Frequenz von kleineren Naturkatastrophen hoch bleiben wird.

Die NÜRNBERGER muss sich daher auf die neue Normalität einstellen. Die Sanierung der Bestände wird von der neuen Vorständin Christine Kaaz weiter vorangetrieben. Sie konnte bereits bei der Münchener Rück Gruppe Erfahrungen mit Sanierungen sammeln. Sie rechnet damit, dass der operative Turnaround im Segment Schaden 2 - 3 Jahre dauern wird.

Aus einzelnen Geschäftsfeldern will man sich zurückziehen oder die Aktivitäten reduzieren. Es gibt aber auch Bereiche, in denen das Neugeschäft wieder ausgebaut werden soll. Dazu zählt die Unfallversicherung. Aufgrund des aktuellen ungünstigen Preisniveaus verzichtete die NÜRNBERGER in einzelnen Bereichen auf Neugeschäft. In der nächsten Zeit wird es deshalb zu einem Rückgang des Neugeschäfts und der Vertragsstückzahlen kommen.

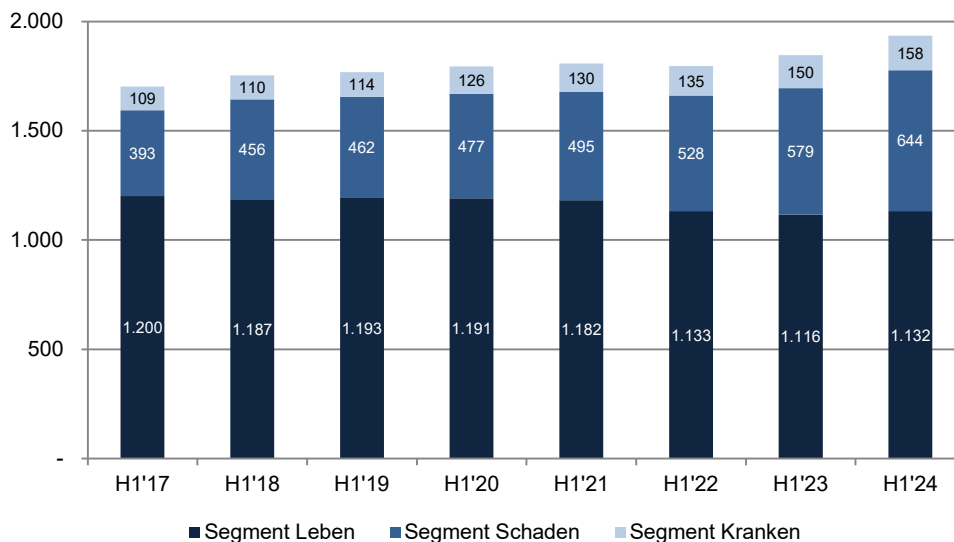
Mit den Preiserhöhungen zum 01.01.2025 soll das Neugeschäft wieder an Fahrt gewinnen. Zukünftig wird noch stärker nach Ertrag gesteuert. Auch die Rückversicherungsstrategie wird neu ausgerichtet.

Positive Effekte werden aus dem Effizienzprogramm erwartet, das auch im Segment Schaden bis Ende 2025 einen Personalabbau von rund 20% vorsieht.

## GuV: Hohe Schäden und Effizienzprogramm belasten Ergebnis

Im H1'24 konnten die **gebuchten Bruttobeiträge** auf Konzernebene um 4,9% auf 1.934,6 Mio. € gesteigert werden. Dabei nahmen die gebuchten Beiträge in allen Segmenten zu.

### NÜRNBERGER: gebuchte Bruttobeiträge in Mio. €



Quelle: Solventis Research, NÜRNBERGER Beteiligungs-AG

Während die **Nettoerträge aus Kapitalanlagen** in der konventionellen Versicherung auf 271,6 Mio. € (Vj. 239,3 Mio. €) zulegten, sanken die der fondsgebundenen Versicherung auf 24,2 Mio. € (Vj. 30,0 Mio. €). Die **nicht realisierten Gewinne aus Kapitalanlagen der fondsgebundenen Versicherungen (netto)** erhöhten sich auf 867,2 Mio. € (Vj. 604,3 Mio. €). Gegenläufig belasteten die **Veränderungen der übrigen versicherungstechnischen Netto-Rückstellungen** die GuV mit -1.010,9 Mio. € (Vj. -760,9 Mio. €).

Die **Aufwendungen für Versicherungsfälle f. e. R.** nahmen auf 1.346,1 Mio. € (Vj. 1.222,1 Mio. €) zu. Ursächlich hierfür waren v. a. höhere Schadenaufwendungen im Segment Schaden (+76,0 Mio. € yoy). Die **Aufwendungen für die Beitragsrück-erstattung f. e. R.** stiegen auf 188,3 Mio. € (Vj. 179,1 Mio. €).

Die **Aufwendungen für den Versicherungsbetrieb f. e. R.** übertrafen mit 368,7 Mio. € das Vorjahr (362,4 Mio. €). Während im Segment Leben ein Rückgang verzeichnet wurde, nahmen die Aufwendungen im Segment Kranken und Schaden aufgrund des guten Neugeschäfts zu.

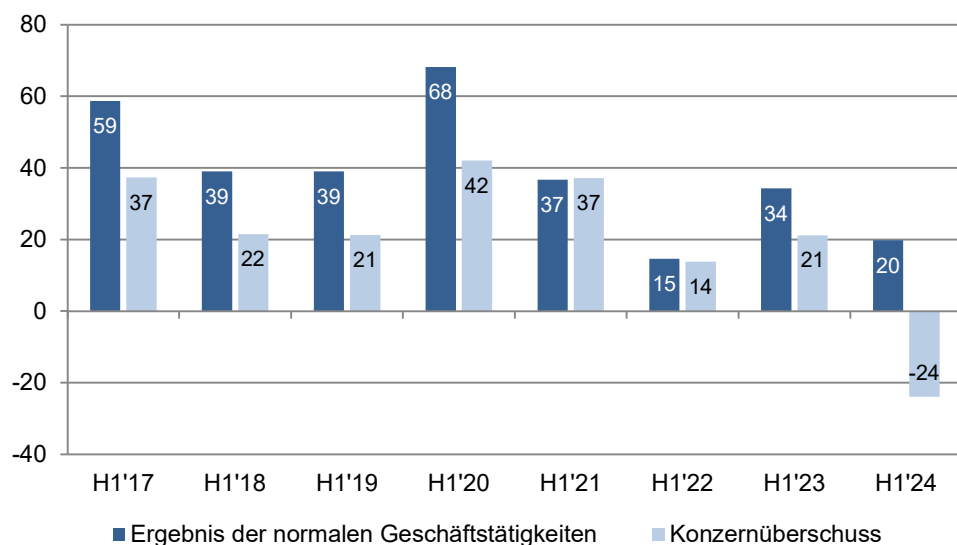
Die **sonstigen versicherungstechnischen Erträge/Aufwendungen f. e. R.** lagen mit 17,5 Mio. € (Vj. 25,9 Mio. €) bzw. 20,1 Mio. € (Vj. 21,6 Mio. €) unter Vorjahr. Bei den **Schwankungsrückstellungen und ähnlichen Rückstellungen** kam es zu einer Zuführung von 4,5 Mio. € nach 8,7 Mio. € im H1'23.

Die **sonstigen Erträge** wuchsen auf 87,6 Mio. € (Vj. 73,4 Mio. €) und die **sonstigen Aufwendungen** auf 90,6 Mio. € (Vj. 79,7 Mio. €).

In Summe gab das **Ergebnis der normalen Geschäftstätigkeiten** auf 19,8 Mio. € (Vj. 34,3 Mio. €) nach. Anders als im Vorjahr fielen im H1'24 **außerordentliche Aufwendungen** von 30,0 Mio. € an. Dabei handelt es sich um Rückstellungen für das Effizienzprogramm „Fit für die Zukunft“.

Dies führte zu einem **Vorsteuerverlust** von -10,2 Mio. € (Vj. +34,3 Mio. €). Nach Steuern (-12,7 Mio. €, Vj. -12,0 Mio. €) beläuft sich das **Konzernergebnis** auf -22,9 Mio. € (Vj. 22,2 Mio. €). Nach Abzug der Minderheiten beträgt der **Konzernüberschuss** -23,9 Mio. € (Vj. 21,1 Mio. €).

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



Quelle: Solventis Research, NÜRNBERGER Beteiligungs-AG

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

	H1'2024	H1'2023	yoy
<b>Gebuchte Bruttobeiträge</b>	<b>1.934,6</b>	<b>1.844,7</b>	<b>4,9%</b>
<b>Verdiente Beiträge f. e. R.</b>	<b>1.706,4</b>	<b>1.626,9</b>	<b>4,9%</b>
Beiträge aus der Rückstellung für Beitragsrückerstattung	75,6	68,9	9,7%
Nettoerträge aus Kapitalanlagen der konventionellen Versicherung	271,6	239,3	13,5%
Nettoerträge aus Kapitalanlagen der fondsgebundenen Versicherung	24,2	30,0	-19,3%
Nicht realisierte Gewinne/Verluste aus Kapitalanlagen der fondsgebundenen Versicherung	867,2	604,3	43,5%
Technischer Zinsertrag aus der Schaden- und Unfallversicherung	-0,9	0,0	n.m.
Sonstige Versicherungstechnischen Erträge f. e. R.	17,5	25,9	-32,4%
Aufwendungen für Versicherungsfälle f. e. R.	-1.346,1	-1.222,1	-10,1%
Veränderung der übrigen versicherungstechnischen Netto-Rückstellungen	-1.010,9	-760,9	-32,9%
Aufwendungen für Beitragsrückerstattung f. e. R.	-188,3	-179,1	-5,1%
Aufwendungen für den Versicherungsbetrieb f. e. R.	-368,7	-362,4	-1,7%
Sonstige versicherungstechnische Aufwendungen f. e. R.	-20,1	-21,6	6,9%
Veränderung der Schwankungsrückstellung und ähnlicher Rückstellungen	-4,5	-8,7	48,3%
Sonstige Erträge	87,6	73,4	19,3%
Sonstige Aufwendungen	-90,6	-79,7	-13,7%
Abschreibungen auf den Geschäfts- oder Firmenwert	-0,1	-0,1	0,0%
<b>Ergebnis der normalen Geschäftstätigkeit</b>	<b>19,8</b>	<b>34,3</b>	<b>-42,3%</b>
Außerordentliches Ergebnis	-30,0	0,0	0,0%
<b>Ergebnis vor Steuern</b>	<b>-10,2</b>	<b>34,3</b>	<b>-129,7%</b>
Steuern	-12,7	-12,0	-5,8%
<b>Konzernergebnis</b>	<b>-22,9</b>	<b>22,2</b>	<b>-203,2%</b>
<b>Konzernüberschuss (nach Minderheiten)</b>	<b>-23,9</b>	<b>21,2</b>	<b>-212,7%</b>

Quelle: Solventis Research, NÜRNBERGER Beteiligungs-AG

**Bilanz: Eigenkapital geht zurück**

Die Bilanzsumme erhöhte sich zum 30.06.2024 auf 36,1 Mrd. € (31.12.2023: 35,0 Mrd. €). Der Anstieg ist im Wesentlichen auf die **Kapitalanlagen für Rechnung und Risiko von Inhabern von LV & UV** zurückzuführen, die um 1,0 Mrd. € auf 10,4 Mrd. € zunahmen. Die Gegenposition auf der Passivseite, die **versicherungstechnischen Rückstellungen im Bereich der LV & UV**, legte dabei ebenfalls um 1,0 Mrd. € auf 10,4 Mrd. € zu. Das **Eigenkapital** reduzierte sich aufgrund des negativen Konzernergebnisses und der Dividendenausschüttung auf 902,5 Mio. € (31.12.2023: 966,6 Mio. €).

**Segment Leben: Bruttobeiträge und Ergebnis steigen**

Die **gebuchten Bruttobeiträge** erhöhten sich um 1,5% auf 1.132,4 Mio. € (Vj. 1.115,9 Mio. €). Leicht rückläufig waren dagegen die **Neubeiträge**, die auf 178,9 Mio. € (Vj. 181,3 Mio. €) sanken. Während die wichtigen laufenden Beitragszahlungen um 2,0% zulegten, gingen die Einmalbeiträge um 5,5% zurück. Damit hat sich der Rückgang der Einmalbeiträge deutlich abgeschwächt, der im H1'23 noch bei 29,0% lag. Die Anzahl der Verträge im Versicherungsbestand (2.447 Mio. Stück, Vj. 2.458 Mio. Stück) nahm erneut leicht ab. Die Versicherungssumme wuchs hingegen um 3,4% auf 163,8 Mrd. € (Vj. 158,4 Mrd. €).

Für das Effizienzprogramm wurden im Segment Leben **Rückstellungen** in Höhe von 16,5 Mio. € gebildet. Höhere Gewinne bei den Investmentvehikeln trugen dazu bei, dass sich das **Gesamtergebnis** auf 204,8 Mio. € (Vj. 181,9 Mio. €) und das **Segmentergebnis** auf 28,4 Mio. € (Vj. 21,9 Mio. €) verbesserte.

### NÜRNBERGER: Segmentübersicht

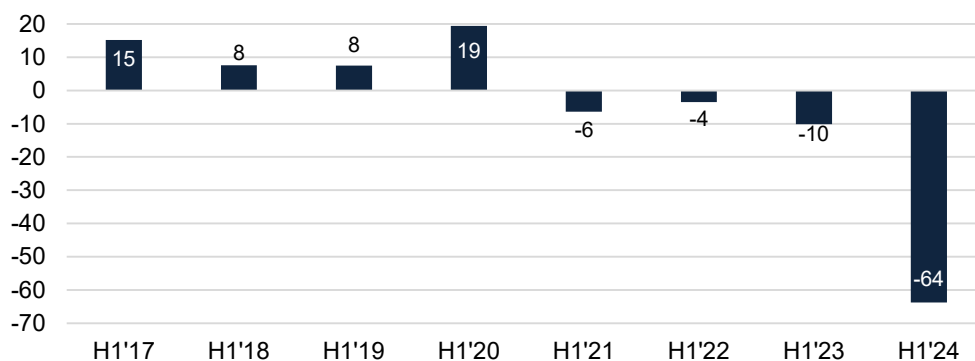
	Segment Leben			Segment Schaden			Segment Kranken		
	H1'24	H1'23	yoy	H1'24	H1'23	yoy	H1'24	H1'23	yoy
<b>Beiträge (in Mio. €)</b>									
Neubeiträge	178,9	181,3	-1,3%	84,1	76,3	10,2%	12,8	9,7	32,0%
Gebuchte Bruttobeiträge	1.132,4	1.115,9	1,5%	644,1	579	11,2%	158,2	149,8	5,6%
Verdiente Beiträge f. e. R.	1.112,0	1.101,2	1,0%	437,0	377,5	15,8%	157,5	148,2	6,3%
<b>Ertragskennzahlen (in Mio. €)</b>									
Gesamtergebnis	204,8	181,9	12,6%				15,3	21,2	-27,8%
Ergebnis vor Steuern	35,2	33,4	5,4%	-64,2	-15,6	-311,5%	5,3	5,5	-3,6%
Segmentergebnis	28,4	21,9	29,7%	-63,8	-10,1	-531,7%	4,0	3,8	5,3%
<b>sonstige Kennzahlen</b>									
Versicherungssumme Bestand (in Mrd. €)	163,8	158,4	3,4%						
Schaden-Kosten-Quote				110,1%	103,2%				
Versicherungsverträge in Tsd.	2.447	2.458	-0,4%	2.768	2.850	-2,9%	542	502	8,0%

Quelle: Solventis Research, NÜRNBERGER Beteiligungs-AG

### Segment Schaden: Hohe Schäden führen zu Verlust

Die erhoffte Erholung im Segment Schaden ist ausgeblieben. Zwar konnte die NÜRNBERGER die **gebuchten Beiträge** auf 644,1 Mio. € (Vj. 579,0 Mio. €) und das **Neugeschäft** auf 84,1 Mio. € (Vj. 76,4 Mio. €) steigern. Dieses Wachstum reichte jedoch nicht aus, um die gestiegenen **Aufwendungen für Schäden** (325,7 Mio. €, Vj. 249,7 Mio. €) und für den **Versicherungsbetrieb** (155,5 Mio. €, Vj. 140,0 Mio. €) zu kompensieren. Treiber der Schadenaufwendungen sind Elementarschäden und Feuer-Großschäden sowie die Inflation bei Ersatzteilen und Stundensätzen. In der Folge ergab sich eine unbefriedigende **Schaden-Kosten-Quote** von 110,1% (Vj. 103,2%). Die Schwankungsrückstellungen entlasteten im H1'24 nicht. Im Gegenteil, es gab eine Zuführung von 4,5 Mio. € (Vj. 8,7 Mio. €).

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



Quelle: Solventis Research, NÜRNBERGER Beteiligungs-AG

Das **Segmentergebnis** war mit -63,8 Mio. € (Vj. -10,1 Mio. €) tiefrot. Darin sind Rückstellungen im Rahmen des Effizienzprogramms von 11,0 Mio. € enthalten.

### Segment Kranken: Zweistelliges Wachstum im Neugeschäft

Die **gebuchten Bruttobeiträge** wuchsen im H1'24 auf 158,2 Mio. € (Vj. 149,8 Mio. €). Erfreulich entwickelte sich auch das **Neugeschäft**, das um 32,0% auf 12,8 Mio. € zulegte. Das Wachstum wurde dabei von allen Bereichen getragen, wobei die Zusatzversicherungen besonders gut performten.

Dies spiegelt sich auch in der **Anzahl der Versicherungsverträge** wider, die sich von 501.991 auf 542.414 erhöhte.

Während das **Gesamtergebnis** auf 15,3 Mio. € (Vj. 21,2 Mio. €) zurückging, verbesserte sich das **Segmentergebnis** auf 4,0 Mio. € (Vj. 3,8 Mio. €).

### Segment Bankdienstleistungen: Ergebnis auf hohem Niveau stabil

Die Fürst Fugger Privatbank AG setzte ihre positive Ergebnisentwicklung fort. Im abgelaufenen H1'24 erzielte das Institut bei gestiegenen **Provisionserlösen** (25,9 Mio. €, Vj. 24,0 Mio. €) ein **Segmentergebnis** von 5,0 Mio. € (Vj. 4,9 Mio. €).

### Ausblick 2024

Die NÜRNBERGER hat ihre Prognose für das Konzernergebnis 2024 mit der Ad-Hoc Ende Juli revidiert (siehe Update 08.08.2024). Aufgrund der negativen Entwicklung im Segment Schaden und der Rückstellung für das Effizienzprogramm „Fit für die Zukunft“ geht der Vorstand von einem ausgeglichenen Konzernergebnis aus. Auch für das Neugeschäft ist der Vorstand vorsichtiger geworden. Dies ist zum einen auf das Segment Schaden zurückzuführen, in dem aufgrund des aktuell unbefriedigenden Preisniveaus auf Neugeschäft verzichtet wird. Zum anderen wird im Segment Kranken das Neugeschäft nach dem sehr hohen Wachstum in den letzten Jahren wieder etwas reduziert.

### NÜRNBERGER: Übersicht Unternehmensprognose

Segment	Gebuchte Beiträge	Neugeschäft	Ergebnis
Leben	leichter Anstieg	spürbarer Rückgang	
Schaden	spürbarer Zuwachs	spürbarer Rückgang (deutliche Steigerung)	
Kranken	deutliche Steigerung	unverändert (spürbarem Wachstum)	
<b>Konzern</b>	<b>spürbarer Anstieg</b>	<b>spürbarer Rückgang</b> <b>(leichter Rückgang)</b>	<b>ausgeglichen</b> <b>(40 - 50 Mio. €)</b>

(): Wortlaut GB 2023

Quelle: Solventis Research, NÜRNBERGER Beteiligungs-AG

Auf Segmentebene wurde keine Aktualisierung der Ergebnisprognose vorgenommen. Bereits jetzt kann gesagt werden, dass das Segment Schaden das Ziel deutlich verfehlen wird.

## Bewertung

In unserem **Dividendendiskontierungsmodell** nehmen wir keine Änderung vor. Den **fairen Wert** sehen wir nach wie vor bei **70,72 €** je NBG-Aktie.

### NÜRNBERGER: Dividendendiskontierungsmodell (DDM)

	2024e	2025e	2026e	2027e	2028e	2029e	2030e	2031e	2032e	2033e	2034e
<b>Konzernjahresüberschuss</b>	<b>0,0</b>	<b>50,0</b>	<b>80,0</b>	<b>95,0</b>	<b>100,0</b>	<b>105,0</b>	<b>110,0</b>	<b>115,0</b>	<b>120,0</b>	<b>125,0</b>	<b>126,6</b>
Wachstumsrate	-100,0%	n. m.	60,0%	18,8%	5,3%	5,0%	4,8%	4,5%	4,3%	4,2%	1,3%
<b>Ergebnis je Aktie</b>	<b>0,00 €</b>	<b>4,34 €</b>	<b>6,94 €</b>	<b>8,25 €</b>	<b>8,68 €</b>	<b>9,11 €</b>	<b>9,55 €</b>	<b>9,98 €</b>	<b>10,42 €</b>	<b>10,85 €</b>	<b>10,99 €</b>
<b>Dividende je Aktie</b>	<b>3,50 €</b>	<b>3,50 €</b>	<b>3,50 €</b>	<b>4,30 €</b>	<b>4,50 €</b>	<b>4,70 €</b>	<b>4,90 €</b>	<b>5,10 €</b>	<b>5,40 €</b>	<b>5,60 €</b>	<b>5,70 €</b>
Ausschüttungsquote	n. m.	80,6%	50,4%	52,1%	51,8%	51,6%	51,3%	51,1%	51,8%	51,6%	51,9%
Kumulierte EK-Kosten	109,0%	118,9%	129,6%	141,4%	154,1%	168,1%	183,2%	199,8%	217,9%	237,6%	259,0%
Diskontierte Dividenden	3,21 €	2,94 €	2,70 €	3,04 €	2,92 €	2,80 €	2,67 €	2,55 €	2,48 €	2,36 €	2,20 €
Summe Diskontierte Dividenden	29,88 €										
Diskontierte TV	40,85 €										
<b>Fairer Wert der Aktie</b>	<b>70,72 €</b>										

Quelle: Solventis Research, NÜRNBERGER Beteiligungs-AG

In unserem **ERM-Modell** nehmen wir keine Änderung vor. Den **fairen Wert** sehen wir nach wie vor bei **75,65 €** je NBG-Aktie.

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

	2024e	2025e	2026e	2027e	2028e	2029e	2030e	2031e	2032e	2033e	2034e
Buchwert EK (zu Beginn des Jahres)	950,2	909,9	919,6	959,3	1.013,9	1.064,4	1.117,6	1.173,4	1.232,0	1.293,2	1.356,0
Return on Equity	0,0%	5,5%	8,5%	9,6%	9,6%	9,6%	9,6%	9,6%	9,5%	9,4%	9,3%
Konzernjahresüberschuss	0,0	50,0	80,0	95,0	100,0	105,0	110,0	115,0	120,0	125,0	126,6
Eigenkapitalkosten	9,0%	9,0%	9,0%	9,0%	9,0%	9,0%	9,0%	9,0%	9,0%	9,0%	9,0%
Eigenkapitalkosten absolut	85,9	82,2	83,1	86,7	91,6	96,2	101,0	106,0	111,3	116,9	122,5
überschüssiger Ertrag (Excess Return)	-85,9	-32,2	-3,1	8,3	8,4	8,8	9,0	9,0	8,7	8,1	4,0
TV Excess Return											-13,9
Kumulierte Eigenkapitalkosten	109,0%	118,9%	129,6%	141,4%	154,1%	168,1%	183,2%	199,8%	217,9%	237,6%	259,0%
Barwert Excess Return	-78,8	-27,1	-2,4	5,9	5,4	5,2	4,9	4,5	4,0	3,4	1,5
Thesaurierungsrate	n. m.	19,4%	49,6%	47,9%	48,2%	48,4%	48,7%	48,9%	48,2%	48,4%	48,1%
Thesaurierung	-40,3	9,7	39,7	45,5	48,2	50,9	53,6	56,2	57,8	60,5	60,9
Ausschüttung	40,3	40,3	40,3	49,5	51,8	54,1	56,4	58,8	62,2	64,5	65,7
<b>EPS</b>	<b>0,00 €</b>	<b>4,34 €</b>	<b>6,94 €</b>	<b>8,25 €</b>	<b>8,68 €</b>	<b>9,11 €</b>	<b>9,55 €</b>	<b>9,98 €</b>	<b>10,42 €</b>	<b>10,85 €</b>	<b>10,99 €</b>
<b>DPS</b>	<b>3,50 €</b>	<b>3,50 €</b>	<b>3,50 €</b>	<b>4,30 €</b>	<b>4,50 €</b>	<b>4,70 €</b>	<b>4,90 €</b>	<b>5,10 €</b>	<b>5,40 €</b>	<b>5,60 €</b>	<b>5,70 €</b>
eingesetztes Kapital	950,2										
Summe Barwerte Excess Return	-79										
Wert des EK	871										
Anzahl Aktien (in Mio.)	11,52										
<b>Wert pro Aktie</b>	<b>75,65 €</b>										

Quelle: Solventis Research, NÜRNBERGER Beteiligungs-AG

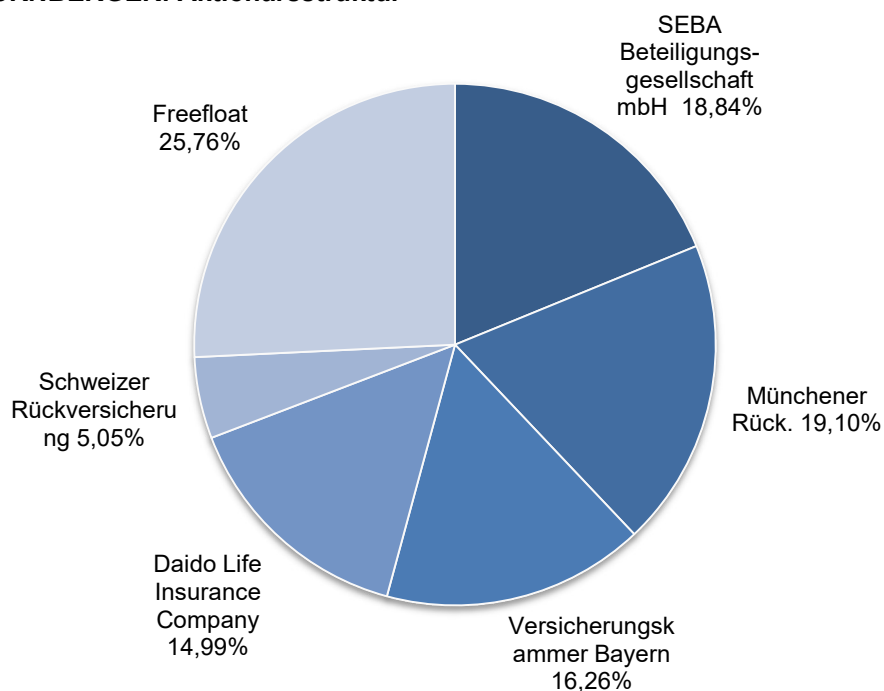
**Wir bestätigen unser Kursziel von 73,50 € je NBG-Aktie und unsere Kaufempfehlung.**



### Aktionärsstruktur

Seit unserem letzten Update hat es keine Änderungen in der Aktionärsstruktur gegeben. 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. €)

	2023	yoy	2024e	yoy	2025e	yoy	2026e	yoy
<b>Gebuchte Bruttobeiträge</b>	<b>3.546,8</b>	<b>0,1%</b>	<b>3.706,4</b>	<b>4,5%</b>	<b>3.771,3</b>	<b>1,8%</b>	<b>3.837,3</b>	<b>1,8%</b>
<b>Verdiente Beiträge f. e. R.</b>	<b>3.244,8</b>	<b>-0,8%</b>	<b>3.390,8</b>	<b>4,5%</b>	<b>3.450,2</b>	<b>1,8%</b>	<b>3.510,5</b>	<b>1,8%</b>
Beiträge aus der Rückstellung für Beitragsrückerstattung	116,6	11,0%	125,3	7,5%	128,5	2,5%	131,7	2,5%
Netto-Erträge aus Kapitalanlagen	588,4	49,6%	531,9	-9,6%	520,6	-2,1%	528,7	1,6%
Nicht realisierte G/V Kapitalanlagen der fondgeb. Vers.	953,8	172,4%	928,2	-2,7%	930,8	0,3%	954,0	2,5%
Sonstige Versicherungstechnischen Erträge f. e. R.	55,8	6,5%	44,0	-21,1%	50,0	13,6%	50,0	0,0%
Aufwendungen für Versicherungsfälle f. e. R.	-2.611,4	-0,8%	-2.557,4	2,1%	-2.634,8	-3,0%	-2.732,3	-3,7%
Veränderung übriger vers.tech. Netto-Rückstellungen	-1.201,5	-197,0%	-1.271,9	-5,9%	-1.231,6	3,2%	-1.211,9	1,6%
Aufwendungen für Beitragsrückerstattung f. e. R.	-362,5	7,3%	-369,8	-2,0%	-379,5	-2,6%	-386,2	-1,8%
Aufwendungen für den Versicherungsbetrieb f. e. R.	-704,5	-8,3%	-703,0	0,2%	-678,6	3,5%	-648,9	4,4%
Sonstige versicherungstechnische Aufwendungen f. e. R.	-34,8	-3,0%	-38,0	-9,2%	-38,4	-1,0%	-38,8	-1,0%
Veränderung der Schwankungsrück. und ähnlicher Rück.	40,3	475,7%	-25,0	-162,0%	-25,0	0,0%	-25,0	0,0%
Sonstige Erträge	159,9	-2,0%	170,0	6,3%	162,6	-4,4%	167,0	2,7%
Sonstige Aufwendungen	-179,0	5,8%	-180,0	-0,6%	-181,9	-1,0%	-183,8	-1,1%
Abschreibungen auf den Geschäfts- oder Firmenwert	-0,2	0,0%	-0,2	0,0%	-0,2	0,0%	-0,2	0,0%
<b>Ergebnis der normalen Geschäftstätigkeit</b>	<b>65,7</b>	<b>17,5%</b>	<b>45,00</b>	<b>-31,5%</b>	<b>72,6</b>	<b>61,3%</b>	<b>114,7</b>	<b>58,0%</b>
Außerordentliches Ergebnis	0,0	0,0%	-30,00	0,0%	0,0	0,0%	0,0	0,0%
<b>Ergebnis vor Steuern</b>	<b>65,7</b>	<b>17,5%</b>	<b>15,00</b>	<b>-77,2%</b>	<b>72,6</b>	<b>383,9%</b>	<b>114,7</b>	<b>58,0%</b>
Steuern	-22,9	-264,7%	-15,00	34,5%	-21,8	-45,2%	-34,4	-58,0%
<b>Jahresüberschuss</b>	<b>42,8</b>	<b>-38,7%</b>	<b>0,00</b>	<b>-100,0%</b>	<b>50,8</b>	<b>n.m.</b>	<b>80,3</b>	<b>58,0%</b>
Anteil Dritter	0,5	-34,9%	0,00	-100,0%	0,8	n.m.	0,3	-66,1%
<b>Konzernjahresüberschuss</b>	<b>41,7</b>	<b>-39,7%</b>	<b>0,00</b>	<b>-100,0%</b>	<b>50,0</b>	<b>n.m.</b>	<b>80,0</b>	<b>60,0%</b>
<b>Ergebnis je Aktie (in €)</b>	<b>3,62</b>	<b>-39,7%</b>	<b>0,00</b>	<b>-100,0%</b>	<b>4,34</b>	<b>n.m.</b>	<b>6,94</b>	<b>60,0%</b>

Quelle: Solventis Research, NÜRNBERGER Beteiligungs-AG

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

	2023	yoy	2024e	yoy	2025e	yoy	2025e	yoy
<b>Aktiva</b>								
Sachanlagen und Vorräte	27,7	-6,7%	27,7	0,0%	27,7	0,0%	27,7	0,0%
Immaterielle Vermögensgegenstände	98,5	3,0%	103,5	5,0%	108,6	5,0%	114,1	5,0%
Geschäfts- oder Firmenwert	0,7	-22,2%	0,5	-26,9%	0,3	-36,7%	0,1	-58,0%
Kapitalanlagen	24.073,2	2,1%	24.219,2	0,6%	24.799,8	2,4%	25.392,8	2,4%
Kapitalanlagen für Rechnung und Risiko von Inhabern von LV & UV	9.377,1	10,3%	10.252,1	9,3%	10.840,6	5,7%	11.443,0	5,6%
Forderungen	460,5	1,2%	469,7	2,0%	479,1	2,0%	488,7	2,0%
Kassenbestand	537,6	-17,7%	534,7	-0,5%	504,5	-5,6%	506,6	0,4%
Sonstige Vermögensgegenstände	78,4	54,6%	79,2	1,0%	79,9	1,0%	80,7	1,0%
Rechnungsabgrenzungsposten	160,2	8,9%	160,2	0,0%	160,2	0,0%	160,2	0,0%
Aktive Latente Steuern	180,7	22,9%	180,7	0,0%	180,7	0,0%	180,7	0,0%
<b>Bilanzsumme Aktiva</b>	<b>34.994,7</b>	<b>4,0%</b>	<b>36.027,6</b>	<b>3,0%</b>	<b>37.181,6</b>	<b>3,2%</b>	<b>38.394,6</b>	<b>3,3%</b>
<b>Passiva</b>								
Eigenkapital	966,6	0,2%	926,3	-4,2%	936,8	1,1%	976,8	4,3%
Nachrangige Verbindlichkeiten	2,0	0,0%	2,0	0,0%	2,0	0,0%	2,0	0,0%
Versicherungstechnische Rückstellungen	22.935,5	2,2%	23.105,2	0,7%	23.670,7	2,4%	24.232,1	2,4%
Versicherungstechnische Rückstellungen im Bereich der LV- & UV	9.419,8	10,1%	10.298,8	9,3%	10.889,9	5,7%	11.495,0	5,6%
Pensionsrückstellungen	187,6	-2,2%	185,1	-1,3%	182,5	-1,4%	180,0	-1,4%
Andere Rückstellungen	199,6	8,3%	221,6	11,0%	203,8	-8,0%	205,9	1,0%
Depotverbindlichkeiten aus dem in Rückdeckung gegebenen Vers.geschäft	135,5	11,0%	136,9	1,0%	138,2	1,0%	139,6	1,0%
Andere Verbindlichkeiten	1.145,0	-4,5%	1.150,8	0,5%	1.156,5	0,5%	1.162,3	0,5%
Rechnungsabgrenzungsposten	3,1	936,2%	1,0	-68,1%	1,0	0,0%	1,0	0,0%
<b>Bilanzsumme Passiva</b>	<b>34.994,7</b>	<b>4,0%</b>	<b>36.027,6</b>	<b>3,0%</b>	<b>37.181,6</b>	<b>3,2%</b>	<b>38.394,6</b>	<b>3,3%</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: **02.10.2024, 11:30 Uhr**, erstmalige Veröffentlichung: **02.10.2024, 12:30 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
04.10.2023	Schlote, Löchner	Kaufen	80,50 €	68,50 €	12 Monate
10.11.2023	Schlote, Löchner	Kaufen	80,50 €	67,50 €	12 Monate
17.04.2024	Schlote, Löchner	Kaufen	80,50 €	66,50 €	12 Monate
08.08.2024	Löchner	Kaufen	73,50 €	55,50 €	12 Monate

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

Empfehlungsübersicht Research-Reports (01.10.23 - 30.09.24)		in %	Auftrags- research	in %
Kaufen	57	95,0%	48	80,0%
Halten	2	3,3%	2	3,3%
Verkaufen	0	0,0%	0	0,0%
Ausgesetzt	1	1,7%	1	1,7%
Insgesamt	60	100,0%	51	85,0%

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 entsprechenden Vorschriften von § 85 WpHG iVm. Art. 37 Delegierte Verordnung EU 2017/565. Dies beinhaltet insbesondere Geschäftsverbote, Informationsschranken, Regeln für Zuwendungen Dritter und zur Vergütung der Mitarbeiter. Die Vergütung der an der Erstellung der Analyse beteiligten Mitarbeiter ist nicht an Geschäfte oder Dienstleistungen nach Anhang I Abschnitt A und B Richtlinie 2014/65/EU oder Handelsgebühren der Solventis 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.**