

# Insight

## Versicherer: Robust ins neue Jahr

Eine Beschreibung der Risiken dieser Anlage finden Sie im Produktinformationsblatt (gesetzliche Pflichtinformation).

- Sektor ist in guter operativer Verfassung...
- ...mit steigenden Prämien und höheren Kapitalerträgen
- Schaden & Unfall: Gute Preise; Reservestärkungen bei Rückversicherern dürften abnehmen
- Leben: Gestiegene Zinsen ermöglichen höhere Profitabilität
- Günstige Bewertungen und attraktive Ausschüttungen
- Wir bevorzugen Erstversicherer wie AXA und Allianz – beide aktuell mit „Starker Kauf“ votiert

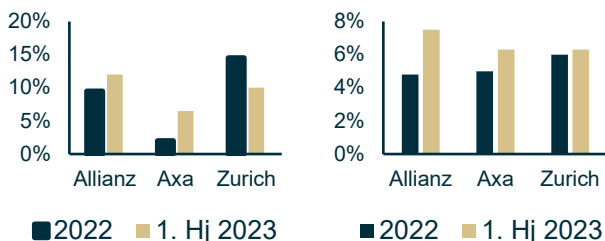
### Zuversichtlicher Ausblick

Der Versicherungssektor hat die letzten schwierigen Phasen in Form von Corona-Auswirkungen und niedrigen Zinsen gut überstanden. Anleger können auch für die nahe Zukunft mit Zuversicht auf die Branche blicken.

Die Bedeutung der Versicherer als Risikoträger - und hier vorrangig der Erstversicherer - dürfte im Rahmen eines nur moderaten weltweiten wirtschaftlichen Wachstums und geopolitischer Risiken zunehmen.

### Wachstum führender europäischer Erstversicherer

Veränderung von Prämien (links)/Preisen (rechts) ggü. Vj. in %



Quelle: ODDO BHF Securities, Commerzbank Research

Zwar wird sich gemäß einer Prognose des renommierten Swiss Re Institute (Sigma Studie November 2023) der Zuwachs der Versicherungseinnahmen im Schaden- & Unfallgeschäft wegen der Konjunkturabkühlung weltweit abschwächen

(von geschätzt 3,4% 2023 auf 2,6% in den Jahren 2024 und 2025).

Die Profitabilität der Versicherer dürfte sich aber weiter verbessern und mit geschätzten 10% Eigenkapitalrentabilität für dieses Geschäft deutlich über dem Durchschnitt der letzten 10 Jahre liegen (6,8% gem. Sigma-Studie). Diese höhere erwartete Profitabilität resultiert aus verbesserten Preisen und höheren Prämien bei nachlassendem Inflationszuwachsrate. Dies begünstigt Erstversicherer sowohl im gewerblichen wie auch im privaten Kundengeschäft und spricht für die Fortsetzung günstiger Rahmenbedingungen (Volumen, Preise) bei Rückversicherern.

Zudem unterstützen steigende Erträge aus Kapitalanlagen das Ergebnis. So prognostiziert die Sigma-Studie einen Anstieg der durchschnittlichen Anlage-Rendite für das sogenannte Nicht-Leben-Geschäft (Schaden- & Unfallgeschäft/Rückversicherer) von 3,3% im Jahr 2023 auf 3,9% im Jahr 2025.

Dies hilft auch dem Lebensversicherungsgeschäft. Zwar wächst nach dem deutlichen Zinsanstieg der Konkurrenzdruck durch Alternativenanlagen zum Beispiel von Banken. Allerdings bleiben eine weltweit wachsende Mittelschicht und die Notwendigkeit zur individuellen Altersvorsorge - insbesondere in den Industriestaaten wegen des schnellen demografischen Wandels - treibende Faktoren. So dürfte sich auch dieses Segment von den schwierigen Vorjahren (real leichtes Schrumpfen im Jahr 2022) erholen und die Zuwachsraten wieder deutlicher zulegen (2,3% in den Jahren 2024 und 2025 gem. der Sigma-Studie). Zudem sollte sich die Neugeschäftsmarge wegen höherer Zinsen auf gutem Niveau halten oder weiter verbessern.

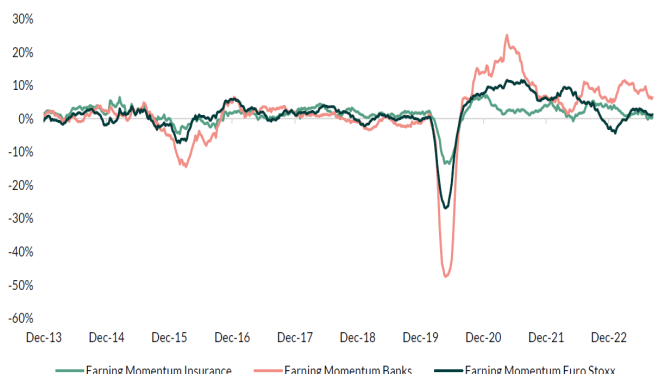
### Defensives Ertrags- und Ergebnisprofil hat weiter Bestand

Aus den oben genannten positiven Einflüssen (Prämien, Zinsen) kann - trotz herausfordernder geopolitischer und ökonomischer Rahmenbedingungen - ein solides Ergebniswachstum

(rund 5% bis 6% für 2024) abgeleitet werden. Dazu zeichnet sich der Sektor durch eine gegenüber dem breiten Markt und dem Bankensektor geringere Ergebnissensitivität aus, was einen Teil der defensiven Qualität ausmacht.

### Versicherer mit konjunkturell resilientem Ergebnisprofil

Reagibilität beim Ergebnis/Aktie Versicherungen/Banken/Markt



Quelle: ODDO BHF Securities

Über Jahre konnten europäische Versicherer an den Börsen besser als ihre Banken-Pendants abschneiden. Das war 2023 aufgrund der Zinswende anders, da bei Kreditinstituten die positiven Auswirkungen auf die Gewinne unmittelbarer und deutlicher ausfielen. Mit dem nahenden Ende des Zinserhöhungszyklus könnte die Aufmerksamkeit für Versicherer aus Anlegersicht zunehmen.

### Starke Reservebasis

Unter den seit 2021 deutlich ansteigenden Inflationsraten hat das Schaden- & Unfallgeschäft des Geschäftsjahres 2022 besonders gelitten. Die Schaden-Kostenquoten standen unter Druck, die operative (= technische) Profitabilität reduzierte sich entsprechend. Als Reaktion auf diese Entwicklung wurden u.a. Rückstellungen wieder aufgefüllt. Besonders markant ist die Reservestärkung bei Rückversicherern ausgefallen, so dass sich die günstigeren Rahmenbedingungen (Prämien, Preise) nicht voll umfänglich im Ergebnis spiegeln.

Mittlerweile ist der Reservepuffer bei europäischen Versicherern gemäß einer Studie der Bank of America auf durchschnittlich 7% der Netto-Rückstellungen im Schaden- & Unfallgeschäft angestiegen. Damit ist wieder ein komfortables Niveau erreicht und die Unternehmen sind in der Lage, etwas stärker über Auflösungen von Reserven nachzudenken, was entsprechend gewinnsteigernd wirken würde.

### Die Eigenkapitalbasis ist sehr solide und ...

Als Maßstab für die Ausstattung mit Eigenkapital nach dem europäischen Aufsichtsregime Solvency 2 gilt seit 2016 die Solvabilitätskennziffer. Im Allgemeinen wird von Investoren, Analysten und Ratingagenturen eine Untergrenze von 150% der regulatorischen Anforderungen gefordert. Zudem haben die Versicherer eigene, meist deutlicher höhere Puffer gesetzt und entsprechend Zielgrößen definiert und veröffentlicht.

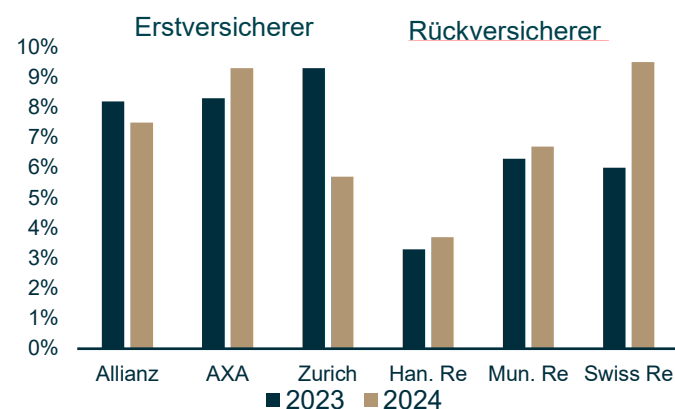
Insgesamt konnte sich 2023 - auch wegen des Rückenwinds aus gestiegenen Zinsen (positive Korrelation) - die Solvabilitätsquote weiter verbessern. Sie liegt im Durchschnitt börsennotierter europäischer Versicherer bei rund 215% (d.h. knapp 2,2fach höher als im Minimum vom Regulator gefordert).

### ... die Ausschüttungsquote ist hoch

Ein gutes Risikoprofil, die solide Eigenkapitalausstattung und eine hohe Flexibilität wegen eines erhöhten freien Cash-flows erlauben eine attraktive Ausschüttung, die manchmal noch um Aktienrückkäufe ergänzt wird. So liegt die erwartete Dividendenrendite 2024 im Mittel bei gut 7%, wobei die Erstversicherer hier besser als Rückversicherer abschneiden. Unter Berücksichtigung erwarteter Aktienrückkäufe liegt die Renditeerwartung sogar bei über 8%.

### Erwartete Ausschüttungsrendite europäischer Versicherer

Gesamtausschüttung (Dividende plus Aktienrückkäufe) in %



Quelle: J.P. Morgan Research, Commerzbank Research

### Bewertung ist niedrig

Auf Basis einer einfachen Gewinnbewertung notiert der Sektor aktuell ungefähr mit einem 10fachen des aggregierten Ergebnisses 2024; der historische, um Krisenjahre bereinigte Durchschnitt liegt einer 11fachen Gewinnbewertung. Insofern lässt sich daraus Potenzial für eine höhere Bewertung ableiten.

### Wo liegen Risiken?

Nachfolgende Themenkomplexe beleuchten die Kernrisiken:

**Höher als erwartete Schäden:** Das wiederholte häufige Überschreiten der Schadenbudgets vor allem in der Absicherung von Naturrisiken dürfte zu einer Neukalibrierung der Risikomodelle führen. Dadurch könnte sich der Ergebniszuwachs verlangsamen. Allerdings passen Versicherer i.d.R. schnell die Modelle an und versuchen über Preiserhöhungen in der nächsten Erneuerung eine ausreichende Profitabilität wiederherzustellen.

**Inflation treibt Schadenshöhe:** Die Auswirkungen einer hohen Inflation auf die Schadenzahlungen im Schaden- & Unfallgeschäft waren bereits spürbar. Die Schadenquote 2023 sind in einigen Geschäftsbereichen (z.B. Autoversicherung) deutlich angestiegen. In den USA kommen zudem Kosten über höhere Entschädigungszahlungen und Aufwendungen für

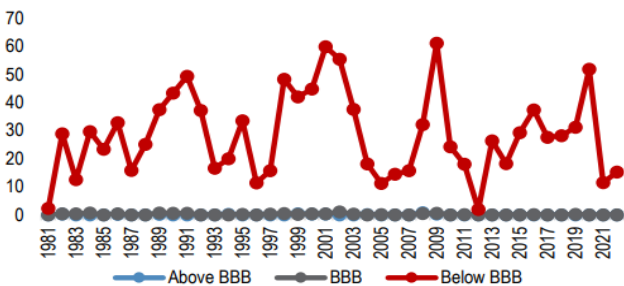
Gerichtsprozesse im gewerblichen Versicherungsgeschäft (sogenannte „Social inflation“) hinzu. Immerhin nimmt der Kostendruck mittlerweile deutlich ab und die Versicherer haben über Preisanpassungen dagegehalten.

Mit abnehmenden Inflationsraten dürfte sich der schadenseitige Kostenzuwachs der Versicherer reduzieren. Daher dürften (weitere) Preiserhöhungen zeitversetzt auch gewinnsteigernd wirken. Dabei operierten grosso modo Sachversicherer bereits 2023 profitabel, d.h. auch ohne Zurechnung des Kapitalanlageergebnisses wurde Geld verdient, weil das sogenannte „Underwriting“ (Risikomanagement, risikoadjustierte Preissetzung) funktionierte.

**Vorzeitige Auflösungen von Lebensversicherungen:** Die schnelle Zinswende und der Anstieg langfristiger Zinsen wiederum führte zu Bedenken, dass Kunden Lebensversicherungs-Policen auflösen und in andere Sparangebote umschichten. Eine zu hohe Stornoquote könnte dabei zu notgedrungenen Verkäufen von Anlagen führen. Ein solches Verhalten ist allerdings bisher nur sehr begrenzt zu beobachten gewesen, auch weil ökonomisch gesehen eine vorzeitige Vertragsbeendigung mit zum Teil deutlichen Nachteilen für den Kunden verbunden ist.

**Kapitalanlagen: Ausfallraten sind begrenzt:** Da der überwiegende Teil der Anlagen eines Versicherers verzinslich angelegt ist (meist Renten) hat das Ausfallrisiko eine hohe Bedeutung. Zwar ist die Branche nicht immun gegen Ausfälle oder die Ausweitung sogenannter „Credit-Spreads“ (negative Wirkung auf die Eigenkapital-Position/-Quote), allerdings befindet sich das Gros der Anlagen in hohen Rating-Kategorien, so dass sich auch bei deutlicher wirtschaftlicher Eintrübung die negativen Effekte hieraus für die Versicherer - wie in den letzten 40 Jahren - in Grenzen halten dürften.

**Ausfallraten verschiedener Rating-Kategorien im Vergleich**  
Sub-Investment-Grade/Investment-Grade in % des Portfolios

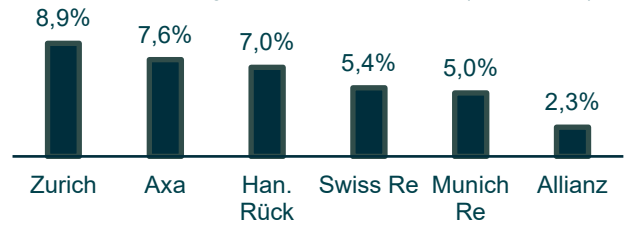


Quelle: S&P, J.P. Morgan Research

**Geringer Anteil gewerblicher Immobilienanlagen:** Die Skepsis wegen des Engagements im gewerblichen Immobilienmarkt, der unter deutlichen Wertkorrekturen gelitten hat, ist angesichts eines im Durchschnitt nur geringen Anteil von 7% des Gesamtvolumens der Kapitalanlagen u.E. unbegründet. Hier zahlt sich die Diversifikation der Kapitalanlagen, die typisch für den Sektor ist, aus.

**Exponierung europ. Versicherer gewerbliche Immobilien**

Anteil der Kapitalanlagen in % des Portfolios (inkl. Leben)



Quelle: Unternehmensangaben, J.P. Morgan Research, Commerzbank Research

Dabei gilt auch zu berücksichtigen, dass im Lebensversicherungsgeschäft Wertverluste und Ausfälle mit den Versicherten geteilt werden.

**IFRS 17:** Die Einführung neuer IFRS-Rechnungslegungsvorschriften 2023 (IFRS 17) führte zunächst zu Irritationen bei Investoren, denn sie macht den Ergebnis-Ausweis im Schaden- & Unfallgeschäft künftig volatiler, im Leben-Geschäft allerdings konstanter. Ein positiver Effekt ist die Anwendung des Diskontfaktors im Schaden- & Unfallgeschäft, der die Schaden-Kostenquote (Verhältnis von Versicherungsausgaben zu Einnahmen) verringert und so den Gewinnausweis positiv beeinflusst.

Bis auf die Änderung in den Rechnungslegungsanforderungen, welche die Kapitalkosten der Branche zunächst erhöht, gehören alle genannten Risiken zum Geschäftsmodell eines Versicherers. Bisher konnte die Branche beweisen, dass sie die Risiken insgesamt gut bewältigt. Wir gehen davon aus, dass das auch zukünftig gelingen wird.

**Aktien der Erst- aktuell attraktiver als Rückversicherer**

Zwar wirken die insgesamt positiven Einflüsse auf alle Versicherer. Allerdings scheinen diese bei den großen börsennotierten Rückversicherern bereits weitgehend in der Bewertung berücksichtigt. Günstiger und damit zugleich attraktiver dürften daher Erstversicherer sein, vor allem solche, die deutlich auf das Privatkundengeschäft setzen. Denn hier ist die Preissteigerungsdynamik noch stärker intakt - auch weil die Ergebnisse durch Schäden bisher oft unbefriedigend ausfielen -, während im gewerblichen Geschäft der Preiszyklus deutlicher den Höhepunkt überschritten hat.

Wir schätzen, dass die Marktschergewichte des Sektors Allianz und Axa besonders vom Rückenwind im Sektor profitieren werden und gehen daher davon aus, dass sich die bereits im Jahr 2023 überzeugende Entwicklung (Kurssteigerungen, hohe Ausschüttungsrendite) beider Aktien weiter fortsetzen wird. Für die Allianz sprechen zudem die Solidität und Ausgewogenheit des Geschäftsmodells. Für Axa sprechen die etwas günstigere Bewertung und die Aussichten auf eine konsistente Ausschüttung über Aktienrückkäufe.

## Fazit

Versicherer überzeugen durch ein insgesamt defensives Ertrags- und Ergebnisprofil. Nachlassende Inflationsraten dürften im Sach-Geschäft für Entspannung, höhere Preise und ein erwarteter moderater Prämienanstieg für eine verbesserte Profitabilität sorgen. Das gestiegene Zinsniveau hilft den Anlagerenditen bei den festverzinslichen Investments. Risiken liegen insbesondere in extremen Schadenereignissen, ansonsten ist das Risikoprofil überschaubar. Daher dürfte ein weiterhin solides Ergebnismomentum der Versicherer möglich sein. Angesichts der soliden Verfassung (Solvabilität und Cash-flow) ergeben sich dadurch attraktive Ausschüttungsperspektiven (Dividende, teilweise Aktienrückkäufe). Die Bewertung des Sektors ist zudem im historischen Vergleich weiterhin attraktiv. Auch wenn der gesamte Sektor Rückenwind verspüren dürfte, ist für Investoren in Einzelwerte die Aktienausswahl relevant. Wir favorisieren aus Bewertungsgründen aktuell die sogenannten Erstversicherer vor den bereits im Jahr 2023 gut gelaufenen Rückversicherern. Favoriten für 2024 sind die Aktien der Allianz (Qualitätsführer) und der Axa (attraktive Bewertung, Ausschüttung).

---

### Impressum

#### Herausgeber

Commerzbank Aktiengesellschaft, Kaiserplatz, 60261 Frankfurt am Main.  
Diese Ausarbeitung oder Teile von ihr dürfen ohne Erlaubnis der  
Commerzbank weder reproduziert noch weitergegeben werden, ©2023.

#### Redaktion

Michael Cloth, CEFA

---

Detaillierte Informationen zu den Chancen und Risiken der genannten Produkte hält Ihr Berater für Sie bereit.

### Wichtige Hinweise

#### Adressat

Die hier wiedergegebenen Informationen und Wertungen („Information“) sind primär für Kunden der Commerzbank AG in Kontinentaleuropa bestimmt. Insbesondere ist die Information nicht für Kunden oder andere Personen mit Sitz oder Wohnsitz in Großbritannien, den USA oder in Kanada bestimmt und darf nicht an diese Personen weitergegeben bzw. in diese Länder eingeführt oder dort verbreitet werden.

#### Kein Angebot; keine Beratung

Diese Information dient ausschließlich Informationszwecken und stellt weder eine individuelle Anlageempfehlung noch ein Angebot zum Kauf oder Verkauf von Wertpapieren oder sonstigen Finanzinstrumenten dar. Diese Ausarbeitung allein ersetzt nicht eine individuelle anleger- und anlagegerechte Beratung.

#### Informationsquellen; Aktualisierungsbedingungen

Die in der Ausarbeitung enthaltenen Informationen wurden sorgfältig zusammengestellt. Wesentliche Informationsquellen für diese Ausarbeitung sind Informationen, die die Commerzbank AG für zuverlässig erachtet. Eine Gewähr für die Richtigkeit und Vollständigkeit kann jedoch nicht übernommen werden. Einschätzungen und Bewertungen reflektieren die Meinung des Verfassers im Zeitpunkt der Erstellung der Ausarbeitung.

Ob und in welchem zeitlichen Abstand eine Aktualisierung dieser Ausarbeitung erfolgt, ist vorab nicht festgelegt worden.

#### Prospekt

Den aktuellen veröffentlichten Emissions- oder Verkaufsprospekt erhalten Sie in jeder Commerzbank-Filiale.

#### Interessenkonflikte im Vertrieb

Die Commerzbank AG erhält für den Vertrieb des genannten Wertpapiers den Ausgabeaufschlag und/oder Vertriebs-/Vertriebsfolgeprovisionen von der Fondsgesellschaft oder Emittentin bzw. erzielt als Emittentin oder Verkäuferin eigene Erträge.

#### Auswirkung von Inflation

Grundsätzlich beeinflusst die Entwicklung der Inflationsrate Ihren Anlageerfolg. Ein daraus resultierender Kaufkraftverlust betrifft sowohl die erzielten Erträge als auch Ihr investiertes Kapital.

#### Darstellung von Wertentwicklungen

Angaben zur bisherigen Wertentwicklung erlauben keine verlässliche Prognose für die Zukunft. Die Wertentwicklung kann durch Währungsschwankungen beeinflusst werden, wenn die Basiswährung des Wertpapiers/Index von EURO abweicht.

Die folgende Musterrechnung verdeutlicht die Auswirkungen anfallender Transaktionskosten bei unterschiedlichen Szenarien/Kursverläufen:

Absolute prozentuale Entwicklung des Aktienkurses	+10%	0%	-10%
Ergebnis nach Transaktionskosten (hier 1% Kosten bei Kauf und Verkauf unterstellt)	+7,8%	-2%	-11,8%

Bitte beachten Sie, dass diese Kosten in den abgebildeten Charts nicht berücksichtigt sind

#### Andere Interessen der Commerzbank AG; Hinweis zu möglichen Interessenkonflikten

Als Universalbank kann die Commerzbank AG oder eine andere Gesellschaft der Commerzbank Gruppe mit Emittenten von in der Information genannten Wertpapieren in einer umfassenden Geschäftsverbindung stehen (z.B. Dienstleistungen im Investmentbanking; Kreditgeschäfte). Sie kann hierbei in Besitz von Erkenntnissen gelangen, die in der Information nicht berücksichtigt sind. Ebenso können die Commerzbank AG, eine andere Gesellschaft der Commerzbank Gruppe oder Kunden der Commerzbank AG Geschäfte in oder mit Bezug auf die hier angesprochenen Wertpapiere getätigt haben.

Nähere Informationen zu möglichen Interessenkonflikten der Commerzbank AG finden Sie unter [www.commerzbank.de/wphg](http://www.commerzbank.de/wphg).

#### Votenverteilung

Eine Übersicht der Votesverteilung für das vergangene Quartal über alle vom Chief Investment Office des Geschäftsfeldes Group Research der Commerzbank AG analysierten Werte, verglichen mit der Votesverteilung für Werte, für die die Commerzbank AG Investment-Banking-Dienstleistungen erbringt, finden Sie unter [www.commerzbank.de/wphg](http://www.commerzbank.de/wphg).

#### Votenänderungen

Die Votes der Anlageexperten des Geschäftsfeldes Group Research – Chief Investment Office der Commerzbank AG in den vergangenen 12 Monaten lauteten:

Allianz SE, WKN – 840400

Votum	Geändert am
Starker Kauf	01. Dezember 2021

Axa SA, WKN – 855705

Votum	Geändert am
Starker Kauf	11. Juli 2023
Kauf	04. Mai 2021

Das Votum bezeichnet die zentrale, auf Markt- und Produktmerkmalen begründete allgemeine Einschätzung der Commerzbank Anlageexperten zum jeweiligen Produkt. Das Votum stellt hingegen keine individuelle Anlageempfehlung dar. Weitere Informationen zu unseren Bewertungsmodellen und unserer Votesystematik finden Sie unter [www.commerzbank.de/wphg](http://www.commerzbank.de/wphg).

#### Aufsichtsbehörden

Europäische Zentralbank, Sonnemannstraße 20, 60314 Frankfurt am Main

Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht, Graurheindorfer Str. 108, 53117 Bonn und Marie-Curie-Straße 24-28, 60439 Frankfurt (Internet: [www.bafin.de](http://www.bafin.de))

BAK Nr. 100005