

Titelgeschichte

Hannover Rückversicherungs-AG (MDAX)

Prognosen für 2002 bestätigt: € 3.- Gewinn je Aktie – Positive Aussichten eröffnen immer noch Kurschancen

Wir haben die Hannover Rückversicherungs-AG (kurz Hannover Re) als Titelgeschichte für das erste Heft unseres 11. Jahrgangs ausgewählt, um aufzuzeigen, dass Wertzuwächse möglich sind, obwohl die Aktien der Rückversicherer noch vor drei Monaten massiv verkauft wurden. Die bisherige Entwicklung bestätigt unseren Ansatz, zuerst die Gesellschaft einzuschätzen und dann das Spektrum auf das Umfeld auszuweiten. Anschließend muss die Markttechnik berücksichtigt werden. Gerade jetzt gibt es aus allen Branchen Aktien mit objektiv niedriger Bewertung, die in „Sippenhaft“ genommen wurden. Gerade professionelle Marktteilnehmer sind gezwungen, dem herrschenden „Herdentrieb“ zu folgen, um nicht die „Benchmark“ mehr als ihre Kollegen zu verfehlen. Die Ausrichtung an einer „Benchmark“ bedeutet, dass z. B. die Performance eines Fonds sich am DAX ausrichtet. Fällt der DAX um 30 % und der Fonds nur um 25 %, wurde die Benchmark „outperformed“ und der Fonds-Manager wird gelobt, bekommt wahrscheinlich noch eine Prämie. Diese m. E. überholte Regelung lässt fast alle Verwalter fremder Gelder einheitlich handeln. Private Anleger sind diesen Zwängen nicht unterworfen; sie können vorgehen wie ein „Hedge-Fonds“, der sich die Mehrung des eingesetzten Geldes auf die Fahne geschrieben hat. Ist das aber nicht das Ziel eines jeden Anlegers, der Kapital vermehren will?

Hannover Rück im Auf und Ab der Börse
Bevor wir auf die aktuelle Situation bei der Hannover Re und die Aussichten eingehen, ist es angebracht einen Blick zurück zu werfen, um meine Eingangsaussage zu untermauern. Immerhin beobachten wir die Gesellschaft seit 1995, als wir über die erste HV nach dem Börsengang berichteten. Seit 1996, dem Eintritt von Wilhelm Zeller als Vorstandsvorsitzenden, sehen wir den weltweit fünfgrößten Rückversicherer unabhängig vom Auf und Ab der Börse positiv. Diese Einstufung ermöglicht Käufe auf tiefem und Verkäufe auf hohem Niveau. Aktionäre, die von 1995 bis 1997 eingestiegen sind, verfügen (hinzuzurechnen sind die Dividenden, nur 2001 blieb ohne Ausschüttung) immer noch über ein Gewinnpolster; denn sie haben (bereinigt) nicht mehr als € 13 bezahlt und können heute fast den doppelten Einsatz Erlösen. In der Zwischenzeit bestand aber die Möglichkeit, zu Beginn des Jahres 1998 zu mehr als € 40 und Mitte 2000 zu fast € 40 zu verkaufen. Auch bis zum Frühsommer 2002 gab es Verkaufskurse von bis zu € 28, die jetzt fast wieder erreicht sind. Wer nicht zu den langjährigen Aktionären gehörte, konnte in den letzten drei Jahren jeweils mehr oder weniger deutlich unter € 20 neu kaufen oder aufstocken. Zuletzt sahen wir bei € 21 in NJ 6/02 günstige Kaufgelegenheiten.

Rückversicherer waren „out“

Diese Aussage galt natürlich noch viel mehr in den folgenden Monaten, als die Aktien der Rückversicherer „unter die Räder“ gerieten. In erster Linie betrafen ne-

gative Nachrichten zwar Swiss Re und München Re, während die Hannover Re gar nicht ausdrücklich erwähnt wurde, doch geriet die HR-Aktie mit in den Abwärtssog. Jetzt kam die Markttechnik ins Spiel: Aus fundamentaler Sicht mit einem erwarteten Gewinn von € 3.- je Aktie und einer möglichen Dividende von € 1.- konnten Anleger, die mit unserer positiven Einschätzung übereinstimmten, Kurse von € 15 nur als „Geschenk“ betrachten, das ihnen traumhafte Einstiegskurse bescherte. Ich muss jedoch zugeben, dass eine solche antizyklische Handlungsweise eine starke psychische Verfassung und den Glauben an die Aussagen des Vorstands bedingt. Hilfreich war vielleicht unser Hinweis auf den September 2001, als zuletzt auf diesem tiefen Niveau gekauft werden konnte. Auch damals hatte sich der Kurs relativ schnell fast verdoppelt; eine ähnliche Entwicklung ist auch diesmal eingetreten. Voraussetzung für kühl kalkuliertes Handeln ist jedoch die regelmäßige Beobachtung der einzelnen Werte, um im Bedarfsfall ohne erneute Prüfung zugreifen zu können.

Auf niedrigem Niveau gefragt

Hilfreich waren auch die Meldungen aus dem Unternehmen, das immer reagierte, wenn Belastungen der Branche unkritisch allen Rückversicherern zugerechnet wurden. So ist die Hannover Re vom Elbe-Hochwasser nicht übermäßig getroffen worden und mit einer Aktienquote von 7 % war offensichtlich, dass schwache Aktienkurse sich nur unterproportional auswirken konnten. Auch von „Milliardenrisiken aus dem Geschäft mit Investment-

Unternehmensdaten

Hannover Rückversicherungs-AG
Karl-Wiechert-Allee 50, 30625 Hannover
Telefon (0511) 5604-1500

Internet: www.hannover-rueck.de

WKN 840 220

97.16 Mio. Stückaktien, AK € 82.799 Mio.

nächste HV am 27.05.2003

Börsen: Frankfurt, Hannover (amtlicher Markt), Berlin, Bremen, Düsseldorf, Hamburg, München, Stuttgart (Freiverkehr)

Kurs am 13.12.2003:

€ 24.38 (Ffm), 28.70 H / 15.85 T

Börsenwert: € 2.4 Mrd.

Streubesitz 25 %

Mit einem KGV von 8 ist die Hannover Rück immer noch relativ günstig bewertet.



banken“, das eine Finanzzeitung sah, war die Hannover Rück nicht betroffen. Wer das Pech hatte, sich in der Vergangenheit nur zu hohen Kursen zu engagieren und seine Bestände durchgehalten hat, wäre also gut beraten gewesen, jeweils unter € 20 nachzukaufen. Selbst Einstandskurse von mehr als € 40 hätten auf diese Weise deutlich unter € 30 gedrückt werden können, so dass die Gewinnzone schon wieder sichtbar ist. Eine Unwägbarkeit muss jedoch bei Engagements in Versicherungswerten bedacht und in Einklang mit den Anlagekriterien gebracht werden: Katastrophen jeder denkbaren oder auch noch undenkbaren Art sind nicht auszuschließen und können sich kurzfristig auswirken. Funktionierende Versicherungs- und Rückversicherungsmärkte werden sich auf die Herausforderungen einstellen und diese bewältigen. Die Unterschiede bei der Krisenbewältigung gilt es zu nutzen. Nach dem Erreichen der diesjährigen Tiefstkurse wurde die Hannover Rück im Hinblick auf ein KGV von 5 und eine Dividendenrendite von 4 % wieder empfohlen und so schnell wie es abwärts ging, kam es zu einem Aufschwung. Tiefe Bewertungen hatten übrigens bisher nie lange Bestand.

Positive Zahlen zum 30.09.2002

Nach Ablauf von neun Monaten hatte der Vorstand die Prognosen für das Jahr 2002 nochmals bestätigt. In einem Gespräch am 9. Dezember 2002 und damit kurz vor Jahresende bestätigte mir der Vorstandsvorsitzende Wilhelm Zeller nochmals diese Aussage. Damit kann mit einem EBIT von mehr als € 500 Mio., Kapitalerträgen von mehr als € 600 Mio. und einem Nettogewinn von etwa € 300 Mio. gerechnet werden, so dass der Gewinn von € 3.- je Aktie ziemlich punktgenau getroffen wird. Nach dem vorjährigen Dividendenausfall als Folge der Ereignisse am 11.09.2001 vermute ich für 2002 eine Dividende eher in der Nähe von € 1.- als auf dem Niveau der Analystenschätzungen von ca. € 0.75.

Zum 30.09.2002 haben sich alle Kennziffern gegenüber dem Vergleichszeitraum 2001 deutlich verbessert. Die Bruttoprämien erreichten € 9.1 (7.3) Mrd., die verdienten Nettoprämien € 5.3 (4.3) Mrd. Das EBIT legte um € 435 Mio. auf € 352 (-83) Mio. zu. Die Kapitalerträge gingen auf € 574 (711) Mio. relativ moderat zurück; die geringe Aktienquote und ein gut diversifiziertes Renten-Portfolio wirkten sich ebenso stabilisierend aus wie das profitable Geschäft im Bereich Private Equity, das fester Be-

standteil im Anlagebereich ist. Die gesamten Kapitalanlagen wuchsen auf € 12.6 (11.3) Mrd. Nach Steuern sind € 208 (-85) Mio. bzw. € 2.14 (-0.96) je Aktie verdient worden. Nach dem Krisenjahr 2001 war 2002 die Schadenrückversicherung das größte und auch profitabelste Geschäft der Hannover Re. Der „günstige Markt für Rückversicherer soll bis mindestens 2004 bestehen“, so Wilhelm Zeller. Das versicherungstechnische Ergebnis dieser Sparte brachte mit € 140 (-473) Mio. wieder einen hohen Überschuss.

Kapitalmarkt-Optionen gesichert

Das Eigenkapital hat sich auf € 2.1 (1.7) Mrd. erhöht. Das starke Wachstum des Geschäfts erfordert naturgemäß einen angemessenen Anteil des Eigenkapitals. Entsprechende Überlegungen für eine direkte Erhöhung wären in der gegenwärtigen Börsensituation Gift für den Kurs, ganz abgesehen davon, dass nicht der als gerechtfertigt angesehene Emissionspreis erzielt werden könnte. Die Financial Community akzeptiert nicht, dass bei stark wachsenden Unternehmen mehr Aktien nicht unbedingt eine Gewinnverwässerung bedeuten müssen, wenn mit den frischen Mitteln mehr zu verdienen ist. Hannover Re hat sich daher in einer außerordentlichen Hauptversammlung am 14.11.2002 verschiedene Kapitalmarkt-Optionen genehmigen lassen. Zwar besteht auf Grund der ausreichenden Ausstattung mit Eigenkapital aktuell kein Kapitalbedarf, doch können nunmehr schnell ein erhöhtes genehmigtes Kapital, Wandel- und Optionsanleihen sowie Gewinnschuldverschreibungen und Genussrechte eingesetzt werden, darunter mandatierte Wandelanleihen, die keine alternative Rückzahlung vorsehen, sondern in Aktien gewandelt werden müssen. Die Zeichnung setzt entsprechendes Vertrauen in das Unternehmen voraus.

Stabiles Rating schafft Vertrauen

Aber neben dem Kapitalmarkt müssen auch die Kunden darauf vertrauen können, dass Rückversicherungen ihre vertraglichen Versprechen jederzeit einhalten können. Die Ausstattung mit Eigenkapital und Eigenkapitalsubstituten (so genanntes Hybridkapital) ist dabei ein wichtiger Bestandteil bei der ganzheitlichen Betrachtung einer Gesellschaft durch die Ratingagenturen, deren Urteil eine unverzichtbare Komponente sowohl bei Vertragsverhandlungen als auch bei Investitionsentscheidungen ist. Das Rating von Standard & Poor's beträgt AA. Ein negativer Ausblick bezieht sich allein auf Gespräche

des HR-Großaktionärs HDI mit Gerling zur Übernahme bestimmter Geschäfte, obwohl Hannover Re davon direkt nicht betroffen ist. Obwohl Ratingagenturen für die Einschätzung von Versicherungen wichtig sind und den Kunden und Investoren Vergleiche erleichtern, muss der Anleger sich bei deren Urteilen immer bewusst sein, dass die Ratingagenturen im Konkurrenzkampf untereinander stehen und Profite erwirtschaften müssen. Wann wird die Forderung nach dem Rating der Ratingagenturen erhoben?

HDI im Jahr 2005 an die Börse?

Aus dem Hause des Großaktionärs HDI ist zu vermuten, dass eine Neuorganisation kommen wird. Der HDI wird künftig die Talanx AG als Management-Holding einsetzen und 49.9 % der Aktien „Mitte des Jahrzehnts“ an die Börse bringen. Bei Talanx liegen 75 % der HR-Aktien. Vor dem Talanx-Börsengang soll der Anteil auf 50.1 % verringert werden, womit die seit langem erhoffte Vergrößerung des Streubesitzes endlich erreicht würde.

Auf dem Weg zu dieser reizvollen Perspektive, die dem Kurs Phantasie verleihen kann, dürfte 2003 mit einem Gewinn je Aktie von € 3.50/3.70 und 2004 mit € 4.30/4.50 zu rechnen sein. Zu beachten ist jedoch immer, dass Versicherer von unvorhergesehenen Ereignissen betroffen werden können, die einen Sicherheitsabschlag erfordern.

Klaus Hellwig

Unser Fazit

Unser Artikel über die **Hannover Rückversicherungs-AG** soll aufzeigen, wie sehr sich die regelmäßige Beschäftigung mit bestimmten Werten lohnt, um ein Gespür für die Börsenbewertung zu bekommen. Wir sehen den Kurs von € 30 als Wendemarke an: Je tiefer die Aktie unter diesen Betrag sinkt, desto eher kann gekauft werden und je mehr sich der Kurs oberhalb dieser Marke befindet, desto eher sollte an Verkäufe gedacht werden. Zurzeit sollte das schwache Umfeld bedacht werden, dass bei € 30 wieder Verkäufe erwarten lässt, wenn die aktuelle Barriere bei € 25 überwunden ist. Mit einer Dividendenrendite von 4 % kann bei Käufen auf dem aktuellen Niveau gewartet werden; Nachkäufe sollten bei ca. € 20 und darunter eingeplant werden; Verkäufe sehen wir bei € 25 als verfrüht an.

K. H.