

Hannover Rückversicherung (MDAX)

Aktuelles KGV für 2009 bei 5.6, Dividendenrendite bei 6.2 %

Das kurze Gastspiel des weltweit viertgrößten Rückversicherers im DAX ist nach einem halben Jahr wieder beendet. Doch nicht die Zugehörigkeit zu einem Index ist für den Kurs entscheidend; denn die Aktie notiert nach dem Abstieg um 23.5 % höher als beim Aufstieg in die erste Börsenliga.

Letztlich sind es neben der allgemeinen Börsentendenz immer das eigene Geschäft und dessen künftige Aussichten, die den Börsenwert bestimmen. Auch die Hannover Rückversicherung AG bleibt von Ergebnisschwankungen und der Brancheneinschätzung durch Analysten nicht unberührt. Wie in unseren Berichten seit 1995 deutlich wird, gab es seitdem drei Kurseinbrüche auf weniger als € 16, und zwar in den Jahren 1997, 2001 und zuletzt 2008, als der Tiefpunkt bei € 15.70 markiert wurde. Damit hatte sich der Kurs nach seinem Hoch im Jahr 2008 von € 35.79 mehr als halbiert. Wie von uns beschrieben, führten hohe Abschreibungen auf die Aktienbestände zu einem Verlustausweis und dem Ausfall der Dividende. Der anschließend für das Jahr 2009 verbreitete Optimismus bestätigte sich, wie die Zahlen per 30.09.2009 zeigten und wie der Kursanstieg bis auf € 34.65 unterstrich. Durch Gewinnmitnahmen fiel die Notierung leicht auf € 31.79 zurück.

„Sehr erfreuliches Zwischenergebnis“

Der Vorstand spricht nach 9M 2009 von einem sehr erfreulichen Zwischenergebnis und erhöhte nach einem starken dritten Quartal die Prognose für das Geschäftsjahr



Ulrich Wallin übernahm zum 01.07.2009 das Amt des Vorstandsvorsitzenden bei der Hannover Rückversicherung.

2009. Der Gewinn je Aktie soll mindestens € 5.75 erreichen und eine Dividende von wenigstens € 2.- je Aktie ermöglichen. Das EBIT sprang auf € 844.8 (32.5) Mio. und die EBIT-Marge auf 12.6 (0.6) %. Das Konzernergebnis verbesserte sich nach dem vorjährigen Verlustausweis auf € 578.4 (-142.8) Mio. bzw. € 4.80 (-1.18) je Aktie. Die Auswirkungen der Finanzmarktkrise sorgten für eine zunehmende Attraktivität der Rückversicherung als Instrument des Kapitalmanagements; die vergangenen Branchentreffen bestätigten die wachsende Nachfrage nach Rückversicherungsschutz.

Eigenkapitalrendite stark verbessert

Die annualisierte Eigenkapitalrendite liegt mit 24.2 (-6.4) % deutlich über der Zielmarke von 15 %. Während das Eigenkapital

seit dem Jahresende auf € 3.5 (2.8) Mrd. angestiegen ist, erreichte das haftende Kapital mit den Anteilen anderer Gesellschafter und einschließlich des Hybridkapitals ein Volumen von € 5.4 (4.7) Mrd.

Die gebuchte Bruttoprämie wuchs um 25.6 % auf € 7.7 (6.1) Mrd., wobei € 606 Mio. auf den Erwerb des ING-Lebensrückversicherungsportfolios entfielen. Auf Grund der als günstig eingestuften Aussichten wurde der Selbstbehalt auf 92.3 (88.8) % erhöht, so dass sich die verdiente Nettoprämie auf € 6.7 (5.2) Mrd. stellte.

Gewinn der Schadensparte wächst

In der Schaden-Rückversicherung legte die Bruttoprämie um 16.2 % auf € 4.4 (3.8) Mrd. zu, die verdiente Nettoprämie jedoch um 21.1 % auf € 3.8 (3.1) Mrd., da sich der Selbstbehalt durch deutlich gesunkene Retrozessionen auf 93.4 (88.4) % erhöhte. Im Gegensatz zu früheren Jahren brachte die Hurrikansaison nur geringe Schäden, so dass sich die Nettobelastung aus Großschäden auf € 198.2 (444.9) Mio. abschwächte. Der Anteil von 5.3 % an der Nettoprämie in diesem Segment blieb hinter früheren Jahren zurück und lag auch unter den geplanten Erwartungen. Als Folge sank die kombinierte Schaden-/Kostenquote (Combined Ratio) auf 96.8 (103.86) %. Das versicherungstechnische Ergebnis drehte auf ein Plus von € 98.1 (-131.2) Mio. Auf die Schaden-RV entfällt ein Gewinn je Aktie von € 2.75 und damit ein Anteil von 57 % am Gesamtgewinn je Aktie.

Hannover Rückversicherung AG, Hannover
Internet: www.hannover-rueck.de
ISIN DE0008402215,
 120.597.134 Stückaktien, AK € 120.597 Mio.
Kurs am 16.12.2009:
 € 32.45 (Xetra), 34.79 H / 19.31 T
KGV 2009e 5.6, KBV 2009e 1.1
Börsenwert: € 3.91 Mrd.
Aktionäre:
 Talanx 50.2 %, Streubesitz 49.8 %

Kennzahlen	9M 2009	9M 2008
Bruttoprämie	7.7 Mrd.	6.1 Mrd.
Nettoprämie	6.7 Mrd.	5.2 Mrd.
EBIT	844.8 Mio.	32.5 Mio.
Ergebnis	578.4 Mio.	-142.8 Mio.
Ergebnis je Aktie	4.80	-1.18



Auch positive Meldungen reißen den Kurs nicht aus seiner Lethargie heraus.

FAZIT: Trotz der sehr erfreulichen Meldungen wird die Aktie der Hannover Rückversicherung AG auch nach ihrem Kursanstieg recht zurückhaltend bewertet: Das KGV für 2009e beträgt 5.6, die Dividendenrendite von 6.2 % sehen wir als gesichert an und der Buchwert je Aktie liegt bei € 29.31. Gleichzeitig kann von einem zumindest stabilen Geschäft und relativ geringen Risiken bei den Kapitalanlagen ausgegangen werden. Vor diesem Hintergrund scheint ein KGV von immer noch niedrigen 8 angemessen zu sein, das einen Kurs von € 46 als gerechtfertigt erscheinen lässt. Interessenten sollten mit Limit arbeiten und die Kurschwankungen ausnutzen. KH

Chart: Ariva.de AG; Foto: Hannover Rückversicherung AG



Der Südeingang der Konzernzentrale in Hannover.

Auch Personenrückversicherung legt zu

In der Personen-Rückversicherung profitierte die Hannover Rück, vor allem in den USA, von den schwächeren Eigenkapitalpositionen der Erstversicherer, die zunehmend vorsichtiger agieren und vermehrt risiko- und finanzorientierte Produkte nachfragen. Auch Blocktransaktionen mit der Übernahme ganzer Bestände trugen zur Geschäftsausweitung bei.

Ein starkes organisches Wachstum und der ING-Deal trugen zu einem Anstieg um beachtliche 41.1 % auf € 3.3 (2.3) Mrd. bei. Auch in diesem Segment kletterte der Selbstbehalt auf 90.8 (89.3) %, die verdiente Nettoprämie stieg um 43.8 % auf € 3 (2.1) Mrd. Das Ergebnis der Personen-Rückversicherung profitierte von einem Sondereffekt, der sich aus der Wertaufholung der unrealisierten Verluste der Depots bei US-amerikanischen Kunden ergab, so dass ein überproportionales EBIT von € 331.4 (93.2) Mio. und eine EBIT-Marge von 11.2 % erzielt wurden. Der Gewinn je Aktie vervierfachte sich auf € 2.17 (0.51) und machte 43 % am Gesamtgewinn je Aktie aus.

Kapitalanlageergebnis mehr als verdoppelt

Das Konzernwachstum führte zu einem Anstieg der selbstverwalteten Kapitalanlagen auf € 21.7 (20.1) Mrd. Trotz des gesunkenen Zinsniveaus blieben die ordentlichen Erträge mit € 603.8 (627.5) Mio. nur leicht hinter dem Vorjahr zurück

– laut Zwischenbericht ein Beleg für die Richtigkeit der auf stabil laufende Erträge ausgerichteten Anlagepolitik. Der Saldo aus realisierten Gewinnen und Verlusten belief sich auf € 67.9 (77) Mio. Der im Vorjahr auf Grund der gefallen Aktienkurse noch massive Abschreibungsbedarf von € 433 Mio. ging auf € 110.3 Mio. zurück und betraf mit € 70.83 Mio. alternative Anlagen, der Rest entfiel auf festverzinsliche Anleihen. Einschließlich unrealisierter Gewinne von € 135.4 (-33.4) Mio. in den Beständen legte das Ergebnis aus Kapitalanlagen massiv auf € 850.5 (370.4) Mio. zu.

Angehobene Prognose realistisch

Zum Zeitpunkt des veröffentlichten Zwischenberichts ging die Hannover Rück für das Jahr 2009 von einem Wachstum der verdienten Nettoprämie von ca. 30 % aus. In der Schaden-Rückversicherung soll der Zuwachs 20 % betragen, wobei in Teilbereichen, z. B. in der Luftfahrt, höhere Preise durchgesetzt werden. In der Kredit- und Kautionsversicherung, die bis zum 30.09.2009 ausgeglichen abschloss, wird mit einer Besserung gerechnet. In der Personen-Rückversicherung sorgt die Finanz- und Wirtschaftskrise für eine größere Nachfrage. Einschließlich des von ING übernommenen Portfolios dürften die verdienten Nettoprämien um ca. 40 % wachsen. Bei unverändert positivem Cashflow, der stabile Währungskurse voraussetzt, werden die Bestände weiter wachsen.

Für Aktienkäufe noch zu früh

Den Schwerpunkt der Anlagen bilden die festverzinslichen Wertpapiere, bei denen der Vorstand das Augenmerk weiterhin auf eine hohe Qualität und Diversifikation des Portfolios richtet. „Einen Wiedereinstieg in Aktien sehen wir erst in einem stabileren

Umfeld vor,“ betont der seit Juli 2009 amtierende Vorstandsvorsitzende Ulrich Wallin.

Die Branche der Rückversicherer muss bei der Anlage ihrer immensen Prämieinnahmen nicht nur darauf achten, eine angemessene Rendite zu erwirtschaften, die es ermöglicht, ihren Verpflichtungen gegenüber den Erstversicherern aus den Erträgen nachzukommen, sondern sie muss auch jederzeit, z. B. bei Großschäden, zahlungsbereit sein. Die Steuerung der Kapitalanlagen bedeutet daher einen ständigen Spagat zwischen Sicherheit und Risiko. Gleichzeitig muss die Mischung bei Fälligkeiten und Verfügbarkeiten stimmen. Die Auswirkungen der Finanzmarktkrise werden in Zukunft die Risikoaversion erhöhen, die aber mit einer Renditeminderung verbunden ist. Darüber hinaus werden künftig in der EU strengere Anforderungen an das Eigenkapital die Strategie bei den Kapitalanlagen beeinflussen.

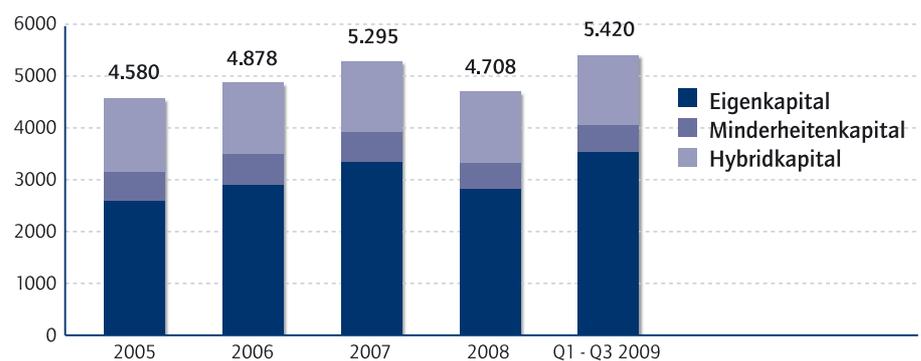
Gelungener Start ins neue Jahr

Kurz vor Jahresende dürfte kaum noch mit negativen Überraschungen zu rechnen sein, so dass – wie vom Vorstand angekündigt – ein sehr gutes Ergebnis für das Geschäftsjahr 2009 realistisch erscheint. Der konkret genannte Gewinn je Aktie von € 5.75 sollte daher ebenso wie die angestrebte Dividende von € 2.- tatsächlich die Untergrenze darstellen. Für das laufende Jahr deutet sich ein überwiegend „harter“ Markt an, so dass die Startbedingungen als gut zu bezeichnen sind. Es liegt zwar in der Natur der Sache, dass es für konkrete Prognosen zu früh ist, doch kann davon ausgegangen werden, dass die Hannover Rück so aufgestellt ist, dass Belastungen wesentlich besser als vor einigen Jahren noch verkraftet werden können.

Klaus Hellwig

Das haftende Eigenkapital im Vierjahresüberblick

Das haftende Eigenkapital bildet die Basis des Geschäfts. Hannover Rück bietet eine intelligente Kombination von Eigen- und Hybrid- sowie Minderheitenkapital.



Angaben in Mio. €; Quelle: Hannover Rückversicherung AG

Hannover Rückversicherung (MDAX)

„Wir haben im Nachhinein von der Krise profitiert“

Seit dem Börsengang im Jahr 1995 berichten wir über die Hannover Rückversicherung AG. In all diesen Jahren lässt sich darüber streiten, ob es angesichts von Startkursen unterhalb von (umgerechnet) € 10 und drei Kurseinbrüchen in den Jahren 1997, 2001 und 2008, jeweils bis unter € 16, sinnvoll gewesen wäre, die Schwankungen auszunutzen oder ob wir hier nicht das Musterbeispiel eines lohnenden Langfristinvestments sehen; denn nach jeder Schwäche erreichte der Kurs, abgesehen von den zwei Jahren nach 2001, recht schnell wieder die Marke von € 30, so dass sich stetige Käufe vermutlich mehr gelohnt hätten.

Da ein Rückversicherer seine immensen Kapitalanlagen anders anlegen muss als ein Privatanleger, sprachen wir mit Finanzvorstand Roland Vogel über dieses und weitere Themen.

NJ: Herr Vogel, beginnen wir unser Gespräch mit dem Thema, das unsere Leser aus naheliegenden Gründen sehr stark interessieren dürfte: Warum war es wichtig und richtig, sich im Herbst 2008 von fast allen Aktienbeständen zu trennen?

R. Vogel: Dass wir uns im vergangenen Herbst von unseren Aktienbeständen getrennt haben, war eine Maßnahme im Rahmen unseres Risikomanagements. Es galt zu vermeiden, dass unsere Kapitalbasis in einem unvermeidbaren Ausmaß beschädigt wird; denn der Schutz unseres Eigenkapitals hat für uns oberste Priorität. Zudem hat uns der harte Schnitt 2008 eine sehr gute Ausgangsposition für das Jahr 2009 gegeben: Das durch den Aktienverkauf freigewordene Risikokapital haben wir für die sich ergebenden Chancen in der Rückversicherung genutzt. Wenn Sie so wollen, haben wir im Nachhinein von der Finanzmarktkrise profitiert; denn die schwache Kapitalbasis vieler Erstversicherer hat die Nachfrage nach Rückversicherung angekurbelt.

NJ: Gemäß Ihrem Zwischenbericht sehen Sie noch nicht die Zeit gekommen, wieder Aktien zu erwerben. Wann erwarten Sie ein stabiles Umfeld?

R. Vogel: Derzeit können wir in der Rückversicherung noch immer höhere, aber vor allem stabilere Renditen erzielen als dies in der Aktienanlage möglich ist. Wir beobachten die Entwicklungen an den Kapitalmärkten sehr genau, aber eine Aussage, wann sich die Märkte stabilisieren könnten, wäre aus meiner Sicht nicht seriös.

NJ: In welcher Größenordnung könnte sich das künftige Aktienportfolio bewegen? Han-

nover Rück liegt heute mit einer Quote von weniger als einem Prozent unter den Quoten der Munich Re und der Swiss Re.

R. Vogel: Wir sind in erster Linie ein Rückversicherer und werden daher auch weiterhin eine konservative Anlagestrategie verfolgen. Aktien stellen deswegen nur eine Beimengung dar. Langfristig können wir uns allerdings einen Aktienanteil von bis zu 5 % unserer selbstverwalteten Kapitalanlagen vorstellen.

NJ: Im Jahr 2009 profitiert die Hannover Rück von dem beschriebenen Sondereffekt in den USA. Werden Sie die Aktionäre an dem zusätzlichen Ertrag beteiligen oder räumen Sie gegenwärtig noch der Eigenkapitalstärkung Vorrang ein?

R. Vogel: Wir haben anlässlich unserer Q3-Ergebnisse im November gesagt, dass wir eine Dividende von mindestens € 2,- anstreben. Hierin ist bereits der Einmaleffekt aus dem Erwerb des ING-Lebensrückversicherungsportefeuilles enthalten. Mit anderen Worten, unsere Aktionäre profitieren vom Sondereffekt.

NJ: Wie in unserem Artikel dargestellt, befindet sich das haftende Kapital auf Höchstniveau. Werden Sie bei wachsendem Volumen die bisherige Struktur fortführen?

R. Vogel: Diese Form der Kapitalstruktur hat sich bewährt, so dass wir keine Veranlassung haben, daran etwas zu ändern.

NJ: Wenn wir für das Jahr 2010 von einem doch eher „harten“ Markt ausgehen, sehen Sie dann die Notwendigkeit einer Kapitalerhöhung, die aktuell ja nicht erforderlich ist?

R. Vogel: Nein, eine Kapitalerhöhung sehen wir nicht vor. Wir sind gut kapitalisiert und können die Chancen des „harten“ Marktes auch ohne eine solche Maßnahme wahrnehmen.

NJ: Bei den verdienten Nettoprämien bewegen sich die Anteile in den Segmenten Schaden und Personen gegenwärtig bei 56 % und 44 %. Könnte sich das Verhältnis bei 50 % zu 50 % einpendeln, und wenn ja, bis wann?

R. Vogel: Vor dem Erwerb des ING-Lebensportefeuilles lag der Anteil des Lebensgeschäfts noch bei 39 %. Mit unserer Transaktion im Januar 2009 haben wir einen entscheidenden Schritt zur Erreichung unserer globalen Ziele für den Bereich



Nach Ansicht von Roland Vogel, Finanzvorstand der Hannover Rückversicherung, hat der Konzern im Nachhinein von der Finanzmarktkrise profitiert.

der Lebensrückversicherung vollzogen und zudem für eine noch bessere Diversifizierung unserer Ertragsquellen gesorgt. Das stabilere Lebensrückversicherungsgeschäft macht nun einen noch größeren Anteil am Gesamtportefeuille aus. Ein Verhältnis von 50 % zu 50 % ist durchaus denkbar. Auf Basis aktueller Projektionen könnte das schon in zwei bis drei Jahren der Fall sein.

NJ: Nach jedem Kurseinbruch konnte sich die Hannover Rück-Aktie, bis auf 2002 bis 2004, schnell erholen. Können die Investoren davon ausgehen, dass die zunehmende Stärke der Gesellschaft Kurseinbrüche, die sich an den Börsen nun mal nicht vermeiden lassen, abfedert und die Erholung beschleunigt?

R. Vogel: Wir können den Aktienmärkten nur positive Ergebnisse liefern. Wie diese dann aufgenommen werden, liegt nicht in unseren Händen. Dennoch: Es ist unser Ziel, dass sich unsere Aktie langfristig weniger volatil entwickelt.

NJ: Die Leser des Nebenwerte-Journal legen in der Regel langfristig an. Wir stellen daher gerne diese Frage, ohne eine konkrete Kursprognose zu verlangen: Wo sehen Sie Ihr Unternehmen in fünf Jahren?

R. Vogel: Unsere strategischen Ziele sind klar: Wir wollen unseren Gewinn je Aktie, den Buchwert je Aktie und unser EBIT jährlich um 10 % steigern. Klar ist aber auch, dass dies nur unter der Prämisse möglich ist, wenn sich die Großschadenbelastung im Rahmen der Erwartungen bewegt. Die Hannover Rück ist sehr gut im Markt positioniert, unsere Bonität ist exzellent; wir haben also alle Voraussetzungen für eine weiterhin erfolgreiche Entwicklung. Und die sollte am Ende auch die Kursentwicklung positiv unterstützen.

NJ: Herr Vogel, wir danken Ihnen für das Gespräch.

Das Interview führte Klaus Hellwig.