



Erste Bank Analysten: Ausblick für CEE-Versicherungsmärkte ist günstiger als die Aktienkurse signalisieren

11.07.2008

Europäische Versicherungsunternehmen: Von Finanzkrise nicht ernsthaft in Mitleidenschaft gezogen; Vorsteuergewinne sinken allerdings wegen Finanzmarktschwäche
 Wirtschaftliches Umfeld: Auf osteuropäischen Märkten noch Wachstum, während Westeuropa bereits stagniert
 Vienna Insurance Group: Von allen westeuropäischen Versicherungsgesellschaften am stärksten in CEE engagiert; Spitzentitel mit Buy-Empfehlung und einem Zielkurs von EUR 66,-
 UNIQA: Bewertung „Accumulate“ mit revidiertem Zielkurs von EUR 21,3; günstigste Bewertung innerhalb der Peer Group auf Basis von Kurs/Embedded Value sowie Kurs/Prämien-Multiple

Die europäische Versicherungswirtschaft wurde laut den ersten diesbezüglich zur Verfügung stehenden Studien von der Finanzkrise nicht ernsthaft in Mitleidenschaft gezogen. Insgesamt entfallen auf die Versicherungswirtschaft weltweit etwa 12% der durch die Finanzkrise verursachten Kosten, während der Löwenanteil Banken, Pensionsfonds, Hedgefonds und sonstige Investoren trifft. Zudem ist die Kostenbelastung nach Region unterschiedlich. Im Gegensatz zum Bankensektor, wo die europäischen Banken an die 52% der Gesamtverluste im Höhe von USD 387 Mrd. zu tragen haben, sollten die europäischen Versicherungsunternehmen nicht wesentlich betroffen sein. Dies ist hauptsächlich darauf zurückzuführen, dass Versicherungen für Euro-Verbindlichkeiten Euro-Veranlagungen halten müssen. Zusätzlich ist anzunehmen, dass die meisten Unternehmen ihre Lektion bereits in der Finanzkrise der Jahre 2001/02 gelernt und bei der Veranlagung daher vorsichtiger agiert haben.

Auf Grund der Schwäche der Finanzmärkte sind allerdings im ersten Quartal des laufenden Jahres die Finanzergebnisse zurückgegangen, was ganz allgemein um durchschnittlich 22,3% niedrigere Vorsteuergewinne zur Folge hatte. Nur drei Unternehmen (Hannover Re, Mapfre and Vienna Insurance Group) konnten höhere Vorsteuergewinne präsentieren. Immerhin meldeten aber alle 14 Gesellschaften, die für 1Q08 detaillierte Ergebnisse vorlegten, einen positiven Betriebserfolg. Das Eigenkapital sank im Durchschnitt ebenfalls um 8,4%. Nur die Vienna Insurance Group konnte eine geringfügige Erhöhung des Eigenkapitals (+2,6%) melden.

„Insgesamt können wir sagen, dass sich die Hypothekenkrise und die durch sie ausgelösten Turbulenzen auf den Finanzmärkten tatsächlich negativ ausgewirkt haben. Insbesondere hat die im ersten Quartal 2008 aufgetretene Schwäche der Finanzmärkte das Kapital der Branche belastet. Im Gegensatz zum Bankensektor sind die direkt auf die Subprime-Krise zurückzuführenden negativen Einflüsse auf die Versicherungswirtschaft aus heutiger Sicht aber als begrenzt zu bezeichnen. Die Auswirkungen der schwachen Finanzmärkte sind deutlich, aber nicht alarmierend“, meint Christoph Schultes, Insurance Sector Analyst der Erste Bank und Author des Reports.

Die Investoren unterscheiden nicht zwischen Versicherungsaktien und Banktiteln

Allerdings scheinen die meisten Investoren diese Einschätzung nicht zu teilen. Die Aktien von Versicherungen (DJES Insurance) büßten 2007 11,0% und in den ersten sechs Monaten des laufenden Jahres weitere 24,6% ihres Kurswertes ein. Betrachtet man den Kursverlauf des Banken- und des Versicherungssektors, kann man deutlich erkennen, dass die beiden Sektoren als gleichartig angesehen werden. Daher notieren die Versicherungsaktien jetzt auf ähnlichem Niveau wie im Juli 2005. Das Median-KGV des DJES Insurance auf Basis der Schätzungen für 2008 ist auf derzeit 7,6 gefallen.

Performance der im DJES enthaltenen Versicherungsaktien

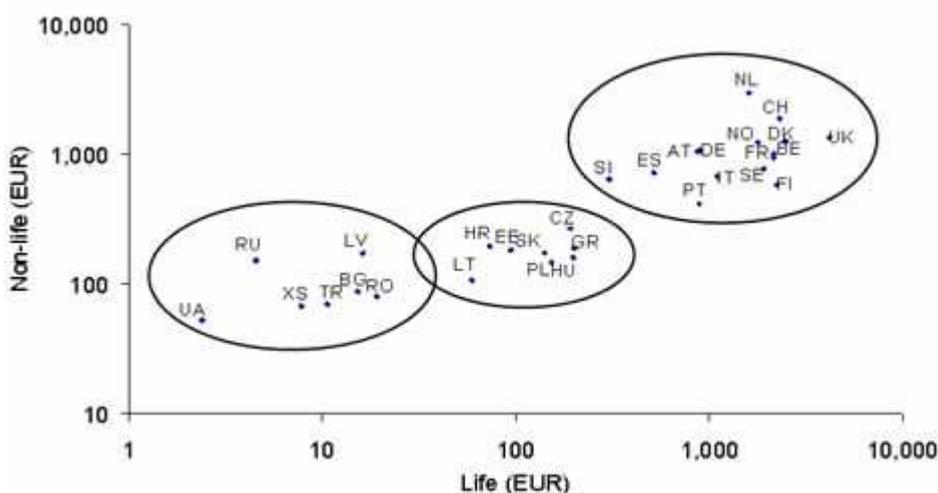


Quelle: Reuters

Zentral- und Osteuropa bietet immer noch ein enormes Wachstumspotenzial. Während die Versicherungsmärkte in Westeuropa weitgehend gesättigt sind, bietet Zentral- und Osteuropa aus zwei Gründen immer noch ein immenses Wachstumspotenzial. Erstens wachsen die zentral- und osteuropäischen Volkswirtschaften wesentlich stärker als jene in Westeuropa, was deutlich höhere BIP-Wachstumsraten zur Folge hat. Zweitens profitiert Zentral- und Osteuropa vom zunehmenden Wohlstand, der zu einer starken Zunahme der Spartätigkeit und in weiterer Folge zu steigender Nachfrage nach Versicherungsprodukten

führt. Die Versicherungsdichte und die Versicherungsdurchdringungsraten der CEE Länder verdeutlichen den dort potenziell bestehenden riesigen Aufholbedarf.

Versicherungsdichte 2007 (II) – logarithmisch



Quelle: Swiss Re, sigma No3/2008, Wechselkurse: Reuters

„Die meisten entwickelten westeuropäischen Märkte erwirtschaften ein Prämienaufkommen von etwa/über EUR 1.000,- pro Kopf und Segment. In einer weiteren Gruppe von Ländern, die schon als weitgehend entwickelt bezeichnet werden können – CEE/SEE-Länder wie CZ, HU, PL, SK, HR – liegt die Versicherungsdichte im Nichtlebensbereich (gut) über EUR 100,- und das Prämienaufkommen aus der Lebensversicherung etwa EUR 100,- pro Kopf. In der letzten Gruppe der als weniger entwickelt zu bezeichnenden Länder (RO, BG, RU, UKR) beträgt das Prämienaufkommen im Nichtlebensbereich etwa EUR 100 pro Kopf und die

Lebensversicherungsdichte etwa EUR 10. Diese Märkte weisen derzeit jedoch die höchsten Wachstumsraten auf, insbesondere im Segment der Lebensversicherungen“, so die Analyse von Schultes.

Die Analysten der Erste Bank haben die folgenden Versicherungen als Empfehlungen ausgewählt:

Vienna Insurance Group: Nach der auf die Kapitalerhöhung folgenden „Sperrfrist“ nehmen wir nun unsere Analysetätigkeit wieder auf und geben auf Basis einer Sum-of-the-parts-Bewertung eine „Buy“-Empfehlung mit einem Kursziel von EUR 66 (zuvor EUR 72) ab. Unsere Bewertung wird durch ein Kurs/Embedded Value-Verhältnis von unter 1 und einer PEG-Ratio von 0,7 unter-stützt. Wir gehen von der Annahme aus, dass die CEE-Beteiligung im Jahr 2009 die Marke von 50% überschreiten wird (gegenwärtiger Stand 44%), was einen Kursanstieg der Aktie auslösen könnte. Außerdem sollte auch die Finanzkraft von VIG das Anlegerinteresse auf sich ziehen. VIG war das einzige im DJES Insurance enthaltene Unternehmen, das im 1Q08 eine Steigerung des Eigenkapitals vermelden konnte.

UNIQA: Unser neues Kursziel lautet EUR 21,3 (zuvor EUR 25,0) unter Berücksichtigung eines Liquiditätsabschlags von 10%, in dem die aktuelle Aversion der Investoren gegenüber eher illiqui-den Aktien zum

Ausdruck kommt. Wir bleiben daher bei unserer Empfehlung „Accumulate“. Unserer Meinung nach ist das jüngste Absacken des Aktienkurses nicht gerechtfertigt. Das Unternehmen verfügt über ein Kurs/Embedded Value-Verhältnis von 0,9 und ein Kurs/Prämien-Multiple von 0,4. Das sind die niedrigsten Werte innerhalb der Peer Group.

[INSURANCE Sector Report \[pdf; 243,7 KB\]](#)