



10.12.2008

Das Prämienaufkommen wächst nicht mehr so rasant wie in den letzten Jahren, zweistelliges Wachstum sollte aber keine Ausnahme sein

Die Finanzmarkturbulenzen bescherten den europäischen Versicherungen teilweise negative Quartalszahlen und fast ausnahmslos sinkendes Eigenkapital
 Westeuropa: Bei der Sach- und Haftpflichtversicherung wird rückläufiges Geschäft erwartet, in der Lebensversicherung verstärkte Volatilität
 CEE: BIP-Wachstum und die zunehmende Versicherungsdurchdringung ermöglichen höheres Prämienaufkommen
 Trotz des schwierigen Umfelds können Investoren unterbewertete Unternehmen finden, die zu historisch niedrigen Multiples notieren. "Buy"-Empfehlung für Vienna Insurance Group

In einem äußerst ungünstigen Umfeld, das von hohen Kursverlusten bei Anleihen und Aktien sowie einem allgemein langsameren Wachstum des Prämienaufkommens gekennzeichnet ist, haben die europäischen Versicherungsunternehmen derzeit mit schwierigen Bedingungen zu kämpfen. Zwar wurde die europäische Versicherungswirtschaft von der Finanzkrise weniger stark in Mitleidenschaft gezogen als andere Branchen (insbesondere der Bankensektor), doch hatte das Chaos auf den Finanzmärkten bereits beträchtliche Auswirkungen auf das Finanzergebnis der Unternehmen, was im dritten Quartal zu negativen Ergebnissen und stark rückläufigem Eigenkapital führte. Die ersten europäischen Versicherungsgesellschaften sahen sich bereits gezwungen, Hilfe in Form von Kapitalspritzen anzunehmen.

„Man kann jedoch nicht sagen, dass der ganze Sektor gefährdet sei, da unsrer Meinung nach die allgemeine Besorgnis unbegründet ist. Anzuraten ist jedoch eine genaue Analyse des Geschäfts, der Bilanz und der Bewertung jedes einzelnen Unternehmens. Unserer Meinung nach können Investoren in diesem schwierigen Umfeld Unternehmen finden, die (1) im Vergleich zu ihren Mitbewerbern/ihrem Sektor deutlich unterbewertet sind und (2) zu historisch niedrigen Multiples gehandelt werden“, meint Christoph Schultes, Insurance Sector Analyst der Erste Group.

Die Auswirkungen des Wirtschaftsabschwungs auf verschiedene Märkte

Die jüngsten BIP-Schätzungen für den Euro-Raum haben bestätigt, dass in diesen Volkswirtschaften der Konjunkturabschwung eingesetzt hat und sich einige Märkte nach den einschlägigen Kriterien bereits in einer Rezession befinden. Laut Schätzungen der Erste Group werden die Länder des Euroraumes 2008 ein BIP-Wachstum von 1,1% verzeichnen, während die Wirtschaftsleistung im nächsten Jahr um 0,4% schrumpfen wird. Für die westeuropäische Versicherungswirtschaft wird dies nach Meinung der Analysten der Erste Group negative Auswirkungen mit sich bringen:

Ein niedrigeres BIP und steigende Arbeitslosigkeit werden in der Sach- und Haftpflichtversicherung eine leicht rückläufige Geschäftsentwicklung bewirken. Während in den meisten Versicherungs-bereichen (Feuer-, Haushalts-, Unfall, Haftpflicht, etc.) ein stabiles Prämienaufkommen erwartet werden kann, wird die Fahrzeugversicherungssparte vermutlich unter Druck geraten, da in diesem Bereich der Wettbewerb schon in der Vergangenheit sehr stark war. Abgemildert wurde dieser allerdings durch den stetigen Autoabsatz. Eine weitere Abkühlung des Marktes und sinkende Margen können daher nicht ausgeschlossen werden.
 Die Lebensversicherungssparte wird sich volatil gestalten, wobei die Zahl der Neuabschlüsse leicht zurückgehen könnten und möglicherweise mehr Lebensversicherungspolizzen aufgelöst werden. Zur Abschätzung des Gesamteffektes auf den Bereich Lebensversicherungen muss man die Versicherungskennzahlen (Versicherungsdurchdringung und Versicherungsdichte) der einzelnen Länder näher analysieren. Länder mit einer (im Vergleich zum EU-15 Durchschnitt) eher geringen Lebensversicherungsdichte sollten selbst unter den für die kommenden Jahre erwarteten schwierigen Geschäftsbedingungen positive Wachstumsraten erreichen (was auch für Österreich gelten sollte).

In CEE gab es bei den Schätzungen für das 3Q BIP trotz der weltweiten Konjunkturabkühlung einige positive Überraschungen: In der Tschechischen Republik und in der Slowakei blieb das Wachstum im 3Q (mit einem Plus von 4,7% bzw. 7,1% gegenüber dem VJ) kräftig. Trotz der weiteren Wachstumsabschwächung in den kommenden Quartalen (die angesichts der sinkenden Industrieproduktion und des rückläufigen Auftragseingangs zu erwarten ist), sollte das Gesamtwachstum (laut Erste Group Research) im nächsten Jahr (mit plus 2,5% und 4,8% für die Tschechische Republik bzw. die Slowakei) verglichen mit den düsteren Aussichten für die westeuropäischen Volkswirtschaften relativ solide bleiben. Die Analysten erwarten auch in Rumänien und Polen für nächstes Jahr (mit 4,4% bzw. 3,0%) gute Wachstumsraten, während man für das ungarische BIP ein negatives Wachstum im Ausmaß von -0,8% prognostiziert.

Positive Effekte von zwei

GDP growth (%)	2007	2008f			2009f			2010f
		IMF	EU	Erste Group	IMF	EU	Erste Group	Erste Group
Czech Republic	6.6	4.0	4.4	4.4	3.4	3.6	2.5	3.5
Croatia	5.6	3.8	3.5	3.4	3.7	3.0	1.7	3.0
Hungary	1.1	1.9	1.7	1.1	2.3	0.7	-0.8	2.5
Poland	6.7	5.2	5.4	5.2	3.8	3.8	3.0	4.4
Romania	6.0	8.6	8.5	8.3	4.8	4.7	4.4	5.3
Serbia	7.5	6.0	n/a	6.5	6.0	n/a	3.5	4.0
Slovakia	10.4	7.4	7.0	7.4	5.6	4.9	4.8	6.2
Ukraine	7.6	6.4	n/a	4.8	2.5	n/a	-2.5	5.5
CEE8 weighted average	6.3	5.4	n/a	5.1	3.7	n/a	2.0	4.4
Eurozone	2.6	1.3/1.2*	1.2	1.1	0.2/-0.5*	0.1	-0.4	1.2

**) October forecast (left number), November forecast (right number)*

Source: IMF, EU, Erste Group Research

Seiten

Laut Christoph Schultes sollte das allgemein erwartete BIP-Wachstum in CEE in allen Versicherungssparten solide Wachstumsraten ermöglichen. Seiner Meinung nach sollte ein steigendes BIP zu einem höheren Prämienaufkommen führen; die

Versicherungsdurchdringung sollte in diesen Ländern durch einen massiven Nachholbedarf unterstützt werden. „Betrachtet man die Prämienentwicklung in verschiedenen Ländern im Verlauf von Wirtschaftsabschwüngen, wird deutlich, dass man in diesen Ländern nicht mit einem rückläufigen Prämienaufkommen rechnen sollte. Wir erwarten für die kommenden Jahre allerdings keine Fortsetzung des rasanten Wachstums der vergangenen Jahre. Zweistellige Wachstumsraten sollten allerdings keine Ausnahmen sein“, so seine Einschätzung.

„Die Befürchtungen hinsichtlich der makroökonomischen Entwicklung (insbesondere) in der CEE-Region treffen unserer Ansicht nach auf die Versicherungsunternehmen nicht gänzlich zu. In der CEE-Region sind vor allem die Sparten Sach- und Haftpflichtversicherung von Bedeutung, die von der Finanzkrise weniger berührt werden. Außerdem haben Versicherungsunternehmen kein ähnliches Risiko wie Banken zu tragen, deren größte Sorge bei einem Konjunkturreinbruch die notleidenden Kredite darstellen“, so Schultes.

Historisch niedrige Bewertung, Kurs-Buchwert-Verhältnis bei 0,8

Bis 2002 notierten die im DJES enthaltenen Versicherungsunternehmen zu äußerst hohen KGVs, wobei die Jahre 2001 und 2002 allerdings durch die rückläufigen Gewinne dieser Jahre etwas verzerrt waren. Zwischen 2004 und 2006 lagen die KGVs ziemlich stabil zwischen 10,8 und 11,4. Dieses Verhältnis sackte 2007 zum ersten Mal unter 10 ab und beträgt gegenwärtig trotz des tiefen Gewinneinbruchs auf Grund von (der Finanzkrise zuzuschreibenden) außerordentlichen Belastungen 8,3.

Man könnte natürlich argumentieren, dass KGVs derzeit nicht die aussagekräftigste Kennzahl darstellen, da Ergebnisse derzeit kaum prognostizierbar sind, doch zeigen sie eine ähnliche Tendenz wie das Kurs-Buchwert-Verhältnis an. Von 2003 bis 2005 war das Verhältnis von Kurs zu Buchwert mit etwa 2,5 sehr konstant. 2008 fiel das Kurs-Buchwert-Verhältnis zum ersten Mal unter 1,0 und beträgt nun 0,8.

Die Kennzahl ROE zeigt deutlich, dass die Gewinne nach einem Konjunkturrhoch wieder zurückgehen. 2007 verzeichneten die im DJES enthaltenen Versicherungsunternehmen die höchsten Gewinne ihrer Geschichte. 2008 ist der ROE zwar beträchtlich gefallen, doch erwarten die Analysten für 2009 wieder eine Erholung.

Vergleich mit der Peer Group

Die Grafik zeigt deutlich, dass die Kompositversicherungen zu höheren Multiples als die im EuroStoxx Insurance-Index enthaltenen Unternehmen notieren, insbesondere wenn man das Verhältnis von Kurs zu Buchwert betrachtet. Generali und UNIQA verfügen über das höchste Kurs-Buchwert-Verhältnis (dies erscheint im Fall von Generali durch einen hohen ROE auch gerechtfertigt). Das niedrigste Kurs-Buchwert-Verhältnis weisen Allianz und Vienna Insurance Group auf. Während Allianz wegen aufgebener Geschäftsbereiche (Dresdner Bank) unter einem negativen Ergebnis leidet, ist das extrem niedrige Kurs-Buchwert-Verhältnis der Vienna Insurance Group unserer Meinung nach nicht gerechtfertigt.

	PE 08e	PE 09e	PE 10e	P/B 08e	P/B 09e	P/B 10e	ROE 08e	ROE 09e	ROE 10e
Allianz SE	6.9 x	5.6 x	4.7 x	0.79 x	0.69 x	0.62 x	8.8%	12.3%	13.1%
Assicurazioni Generali SpA	11.2 x	9.5 x	8.4 x	1.84 x	1.77 x	1.51 x	16.4%	18.7%	18.0%
AXA SA	7.5 x	6.4 x	5.4 x	0.73 x	0.67 x	0.63 x	9.7%	10.4%	11.8%
Mapfre SA	6.7 x	6.3 x	6.0 x	1.18 x	1.08 x	0.98 x	17.6%	17.2%	16.2%
Sampo Oyj	11.1 x	9.3 x	8.4 x	1.15 x	1.13 x	0.97 x	10.4%	12.2%	11.6%
UNIQA	19.0 x	11.9 x	7.9 x	1.56 x	1.36 x	1.17 x	7.6%	12.2%	15.9%
Vienna Insurance Group	6.6 x	6.5 x	6.2 x	0.73 x	0.69 x	0.64 x	12.8%	10.8%	10.7%
Median	7.5 x	6.5 x	6.2 x	1.15 x	1.08 x	0.97 x	10.4%	12.2%	13.1%

Quelle: Factsheet, Schätzungen von Erste Group

Wir empfehlen den Investoren dringend, sich das Eigenkapital der Unternehmen anzusehen, da aus diesem Bilanzposten die Finanzkraft eines Unternehmens und die Auswirkungen der Finanzkrise deutlich hervorgehen. Zusätzlich würden wir uns auch das Verhältnis von Kapitalanlagen zu den versicherungstechnischen Rückstellungen eines Unternehmens ansehen, da dieses Verhältnis etwas über die Qualität des Portfolios eines Unternehmens aussagt.

Quelle: Unternehmensdaten, Berechnungen der Erste Group

Empfehlungen der Erste Group Analysten:

Wir wiederholen unsere **Buy-Empfehlung** für

	Allianz	AXA*	Generali	MAPFRE	Sampo	UNIQA	VG	
1-3Q 08 results	Gross premiums written	66,839	45,942	51,661	10,668	3,478	4,429	6,018
	Ch. yly	-3.3%	-2.4%	6.6%	13.9%	-0.2%	12.6%	19.6%
	Net profit	667	2,162	1,670	716	521	91	301
	Ch. yly	-90.9%	-32.0%	-29.4%	41.6%	-84.9%	46.9%	20.0%
	Shareholders' equity	37,548	40,547	12,510	5,073	6,256	1,257	3,844
	Ch. 3m	-7.2%	-	2.7%	5.3%	-3.5%	6.4%	0.1%
	Ch. 6m	-16.5%	-11.2%	-9.1%	26.7%	-16.2%	-0.3%	60.2%
	Ch. 9m	-21.4%	-	-15.4%	17.1%	-19.1%	-5.9%	64.4%
	Combined ratio	94.9%	96.4%	95.1%	93.0%	91.8%	96.5%	96.0%
	Cost ratio	26.6%	28.0%	26.8%	23.9%	23.5%	32.4%	31.8%
	Loss ratio	68.3%	68.4%	68.3%	69.1%	68.3%	64.1%	64.2%
	Goodwill in % of shareholders' equity	30.6%	38.7%	44.2%	32.6%	8.5%	25.4%	25.6%
	Investments in % of technical reserves	107.0%	101.9%	111.2%	118.4%	141.6%	104.4%	117.9%

* 1-2Q 08 results

Vienna Insurance Group, das einzige Unternehmen der Peer Group, das sein Eigenkapital durch organisches Wachstum steigern konnte. Das Unternehmen wird gegenüber anderen Kompositversicherern mit Abschlägen gehandelt, die unserer Meinung nach nicht gerechtfertigt sind. Das Kurs-Buchwert-Verhältnis für 2008e beträgt 0,7, das KGV für 2008 6,6, während das Verhältnis von Kurs zu Prämienvolumen für 2008e bei 0,34 liegt. **Unser Kursziel bleibt bei EUR 44.**

Unser neues Kursziel für UNIQA beträgt EUR 14,9, worin die jüngsten Entwicklungen und die Verwässerung durch die Kapitalerhöhung zum Ausdruck kommen. Wir nehmen unsere **Empfehlung daher auf „Reduce“** zurück. Unsere Einschätzung wird durch die hohen Multiples, zu denen UNIQA derzeit notiert, bestätigt. Das Kurs-Buchwert-Verhältnis für UNIQA liegt auf Basis 2008e bei 1,6, das KGV auf Basis 2008e bei 19,0.