

Enterprise Holdings

Reuters: E0HA.DE

Bloomberg: E0HA:GR

ISIN: DE000A1G9AQ4

WKN: A1G9AQ

Credit Research

Eine der bonitätsstärksten Mittelstandsanleihen

White Label-Versicherung mit Nischenstrategie

Kerngeschäft von Enterprise Holdings Ltd. mit Sitz in Gibraltar ist das Underwriting von Sach- und Unfallversicherungen, die anschließend von unabhängigen Partnern vertrieben und administriert werden. Der Fokus liegt auf hochprofitablen Nischen wie Auto- (Haftpflicht-, Vollkasko- oder GAP-Versicherungen), Gewährleistungs-, Rechtsschutz- und Mietkautionsversicherungen in wenig wettbewerbsintensiven Märkten.

Anleihe mit Top-Rating und attraktiven Kennzahlen

Mit einem Rating von A- (Creditreform, Emissionsrating bestätigt am 29.08.2013) zählt die Anleihe von Enterprise Holdings zu den bonitätsstärksten Mittelstandsanleihen Deutschlands. Die wichtigsten Deckungsgrad-Kennzahlen zeigen, dass Enterprise Holdings in der Lage sein sollte, die in den kommenden vier Jahren fälligen Kuponzahlungsverpflichtungen von rund GBP 2,0 Mio. p. a. zu bedienen. Zum Ende der Anleihelaufzeit 2017e rechnen wir mit einer Nettofinanzposition von GBP 20,7 Mio. Somit kann die Rückzahlung der Anleihe u. E. aus dem Cash-Bestand erfolgen, durch die Nutzung von Banklinien oder die Revolvierung der Anleihe.

Dotierung des Sonderkontos über Plan

Zentrales Element der Covenants ist, dass Enterprise Holdings die Hälfte des geschätzten monatlichen Nachsteuerergebnisses auf ein Sonderkonto überweist, bis der auf dem Konto verfügbare Betrag dem Gesamtnennbetrag der Anleihe zuzüglich der jeweils noch fälligen Zinsen entspricht. Die eingezahlten Beträge werden entsprechend der unternehmerischen Anlagepolitik in UK-Gilts oder in Unternehmensanleihen mit Investment Grade-Rating angelegt. Nach Bezahlung der fälligen Kuponzahlungen im vergangenen September ist das Sonderkonto aktuell mit EUR 2,7 Mio. dotiert. Die im September 2014 fällige Zinszahlung ist damit bereits heute sichergestellt.

2012/13 in der Rückschau

Im vergangenen Jahr konnte Enterprise Holdings seine Bruttoprämien auf GBP 134,8 Mio. (+79,3% vs. dem neunmonatigen Rumpfgeschäftsjahr 2011/12) verbessern. Das versicherungstechnische Ergebnis hingegen lag aufgrund nicht cash-wirksamer Neubewertungen von Schadenrückstellungen mit GBP -0,7 Mio. im negativen Bereich.

Prognose 2013/14e

Wir rechnen im laufenden Jahr mit einem Anstieg der gebuchten Bruttoprämien auf GBP 202,2 Mio. (+50,0% YoY). Das versicherungstechnische Ergebnis verbessert sich nach u. E. auf GBP 18,6 Mio. oder 17,9% der verdienten Beiträge. Da die Betriebsaufwendungen unterproportional steigen sollten, erwarten wir ein EBT von GBP 11,7 Mio.

Schwächen und Risiken

Schwächen sehen wir im fehlenden direkten Kundenzugang, in den adressierten Marktgrößen, der Abhängigkeit von Schlüsselpersonen sowie einer Fristen-Inkongruenz aus der Duration der Finanzanlagen und der Laufzeit der Versicherungsverträge.

Kurs: 104,01%

Effektivverzinsung: 5,92%

Aktuelles Unternehmens-Rating: n/a

Aktuelles Anleihe-Rating: A- Stable (Creditreform)

Handelssegment: Entry Standard für Anleihen

Nominalzins: 7,00%

Anleihevolumen: EUR 35,0 Mio.

davon platziert: EUR 35,0 Mio.

Tag der Emission: 26.09.2012

Laufzeitende: 25.09.2017

Zinszahlungen: Jährlich am 26.09.

GBP Mio. (31/03)	11/12*	12/13	13/14e	14/15e
Bruttoprämien	75,2	134,8	202,2	248,6
Nettoprämien	42,7	77,3	116,9	138,3
Verdiente Beiträge	39,1	68,0	103,8	122,3
Vers.-techn. Erg.	7,7	-0,7	18,6	16,4
Erg. aus Kap.-anl.	0,3	0,6	0,7	1,0
EBT	2,2	-12,6	11,7	7,4
EAT	1,8	-12,8	10,6	6,7

YoY (%)	11/12*	12/13	13/14e	14/15e
Bruttoprämien	45%	n/a	50%	23%
Nettoprämien	338%	n/a	51%	18%
Verdiente Beiträge	771%	n/a	53%	18%
Vers.-techn. Erg.	133%	n/a	n/a	-11%
Erg. aus Kap.-anl.	n/a	n/a	30%	43%
EBT	22%	n/a	n/a	-37%
EAT	-1%	n/a	n/a	-37%

GBP Mio.	11/12*	12/13	13/14e	14/15e
Finanzinvestitionen	15,1	22,3	34,7	43,9
Eigenkapital	8,7	-4,0	6,6	13,3
Eigenkapitalquote	9,2%	-2,4%	2,5%	3,9%

x	11/12*	12/13	13/14e	14/15e
Beiträge/EK	4,3	-56,2	12,7	8,7
Deckungsgrad (%)	142,9	143,9	142,3	167,2
Leverage (netto)	9,2	-142,8	31,7	22,0
Leverage (brutto)	11,3	-177,4	40,3	29,3
Liquiditätsquote (%)	25,2	33,2	25,6	25,5
Schadenreserv. (%)	-293,5	-238,7	-235,8	-268,9

* Neunmonatiges Rumpfgeschäftsjahr



QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, ONVISTA, SPHENE CAPITAL PROGNOSEN

Peter Thilo Hasler, CEFA

+ 49 (89) 74443558 / +49 (176) 62118736

peter-thilo.hasler@sphene-capital.de

Inhaltsverzeichnis

Executive Summary.....	3
Business Profile.....	4
Financial Profile.....	5
Analyse ausgewählter DVFA-Kennzahlen.....	6
Analyse und Bewertung der Anleihe.....	7
Analyse der Unternehmenskennzahlen.....	13
White Label-Nischenversicherung.....	17
Unternehmensgeschichte, Management und Strategie.....	23
Stärken und Schwächen, Chancen und Risiken.....	25
Markt- und Wettbewerbsanalyse.....	28
Prognose der Ergebnis- und Bilanzkennzahlen.....	32
Finanzprognose.....	40
Auf einen Blick I 2008/09-2011/12 (9M).....	50
DVFA-Kennzahlen 2008/09-2011/12 (9M).....	54
Mittelstandsanleihen in Deutschland.....	56

Executive Summary

White Label-Versicherungsboutique in profitablen Nischenmärkten

Enterprise Holdings ist in ausgewählten Nischenmärkten tätig, die – bedingt durch die Größe und das geforderte Spezialwissen – von den etablierten, zu meist weltweit tätigen Versicherungskonzernen nicht adressiert werden. Innerhalb dieser Nischen lassen sich aufgrund der geringeren Wettbewerbsintensität attraktive Profitabilitätskennzahlen erzielen. Um Skaleneffekten zu realisieren, arbeitet Enterprise Holdings mit spezialisierten Vertriebspartnern zusammen, u. a. Versicherungsagenten und -makler, Clubs, Affinity Groups und große Unternehmen. Diese übernehmen vollständig die Administration der Policen, während sich Enterprise Holdings auf die eigenen Kernkompetenzen, die Risikobewertung und das Underwriting der Versicherungen, konzentriert. Auch in administrativen Randbereichen wird, im Sinne einer schlanken Kostenstruktur, auf spezialisierte Outsourcing-Partner zurückgegriffen. Enterprise Holdings verfügt nach u. E. über ein hoch skalierbares Geschäftsmodell mit niedrigen Fixkosten.

Äußerst attraktive Covenants

Mit einer Limitation of Asset Sale-Klausel, speziellen Gewinnverwendungsvorschriften, einer Negativverpflichtung und einem vorzeitigen Kündigungsrecht der Gläubiger ist die Anleihe ausgesprochen gläubigerfreundlich ausgestattet.

Rückblick auf 2012/13

Im vergangenen Geschäftsjahr 2012/13 konnte Enterprise Holdings das Bruttoprämienvolumen auf GBP 134,8 Mio. ausweiten (+79,3% vs. dem neunmonatigen Rumpfgeschäftsjahr 2011/12). Damit konnte Enterprise Holdings in den vergangenen drei Jahren ein durchschnittliches jährliches Wachstum der Bruttoprämien von 85,8% erzielen. Entsprechend stiegen die verdienten Beiträge auf eigene Rechnung 2012/13 auf GBP 68,0 Mio. von GBP 39,1 Mio. im Rumpfgesamtjahr 2011/12. Insbesondere aufgrund höherer Akquisitionskosten, einer schwachen Performance von zwei Kfz-Versicherungen und einer Neubewertung der Schadenrückstellungen auf Grund der fehlenden Schadenshistorie ging das versicherungstechnische Ergebnis dagegen auf GBP -0,7 Mio. von GBP 7,2 Mio. zurück. Die Rückstellungen, die das Unternehmen auf der Basis versicherungsmathematischer Gutachten und auf Anweisung der regulierenden Behörden bilden musste, sind jedoch nicht cash-wirksam.

Prognose 2013/14e, Langfristprognose 2016/17e

Für das laufende Geschäftsjahr rechnen wir mit einem Anstieg der Bruttoprämien auf GBP 202,2 Mio. (+50,0% YoY). Wie auch bisher werden u. E. die Autoversicherungen der wesentliche Wachstumstreiber sein. Regional sehen wir im Euro-Raum und aus dem geplanten Einstieg in die Vereinigten Arabischen Emirate (VAE) überdurchschnittliche Wachstumspotenziale. Das versicherungstechnische Ergebnis erwarten wir bei GBP 18,6 Mio. oder 17,9% der verdienten Beiträge. Bis zum Laufzeitende der Anleihe rechnen wir mit einem Anstieg der gebuchten Bruttoprämien auf GBP 366,6 Mio. (CAGR 2012/13-2016/17e 28,4%) und des versicherungstechnischen Ergebnisses auf GBP 21,3 Mio.

Bewertung von Liquidität und Solvenz

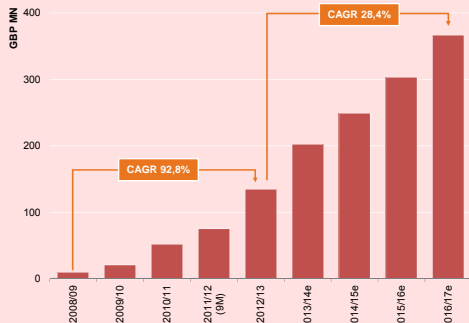
Die gesamten Zinsaufwendungen belaufen sich im laufenden Jahr auf knapp GBP 2,0 Mio. (EUR ~2,4 Mio.). Diesen stehen nach unseren Schätzungen 2013/14e ein versicherungstechnisches Ergebnis in Höhe von GBP 18,6 Mio. und ein Operativer Cashflow in Höhe von GBP 15,1 Mio. gegenüber. Unsere Schätzungen basieren ausschließlich auf einer Modellierung des organischen Wachstums der Enterprise Holdings Ltd., Übernahmen haben wir nicht in unser Modell eingefügt.

Schwächen und Risiken

Aus dem Geschäftsmodell sehen wir u. a. folgende Risiken: (1) Fehlender direkter Kundenzugang, (2) Notwendigkeit zur permanenten Identifizierung neuer Nischenmärkte, (3) Abhängigkeit von Schlüsselpersonen, (4) hohe Wettbewerbsintensität im (britischen) Kfz-Versicherungsbereich, (5) Bedeutung von Griechenland, (6) aktuelles Zinsumfeld, (7) regulatorische Risiken und (8) Fristen-Inkongruenz aus der Duration der Finanzanlagen und der Laufzeit der Versicherungsverträge.

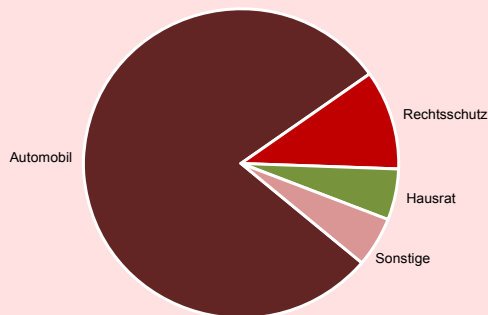
Business Profile

GEBUCHTE BRUTTOPRÄMIEN UND WACHSTUM



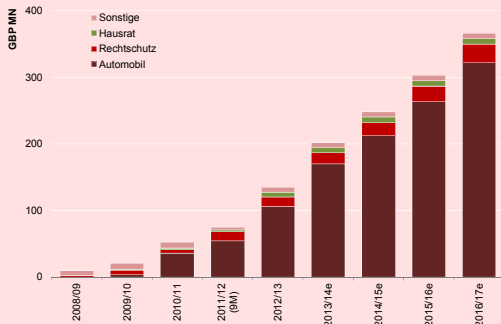
In den vergangenen vier Jahren konnte Enterprise Holdings durchschnittliche jährliche Wachstumsraten der gebuchten Bruttoprämien von 92,8% erzielen. Wir modellieren bis zum Ende der Laufzeit der Anleihe im Jahr 2016/17e ein durchschnittliches jährliches Wachstum der Bruttoprämien in Höhe von 28,4%.

GEBUCHTE BRUTTOPRÄMIEN NACH SEGMENTEN (2012/13)



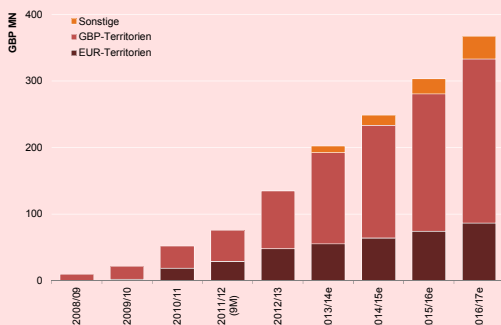
Im vergangenen Geschäftsjahr 2012/13 (31.03.) waren Autoversicherungen für 78,9% der gesamten Bruttoprämien verantwortlich, Rechtsschutz für 10,4% und Hausrat für 5,3%. Sonstige Versicherungen beliefen sich auf 5,2% des Brutto-Prämienvolumens.

GEBUCHTE BRUTTOPRÄMIEN NACH SEGMENTEN



Autoversicherungen werden nach u. E. auch in Zukunft der Wachstumstreiber für Enterprise Holdings sein. Sonstige Versicherungen werden in unserem Szenario an Bedeutung gewinnen.

GEBUCHTE BRUTTOPRÄMIEN NACH REGIONEN

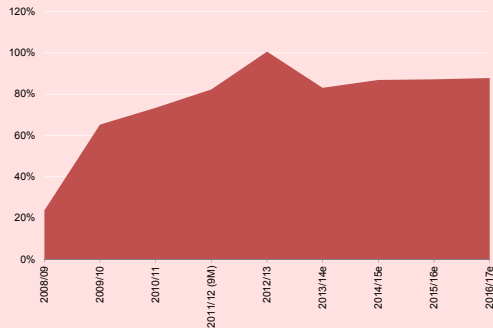


Infolge des geplanten Einstiegs in die Vereinigten Arabischen Emirate wird Enterprise Holdings seine Abhängigkeiten von der Euro- und der GBP-Zone sukzessive verringern.

QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL PROGNOSEN

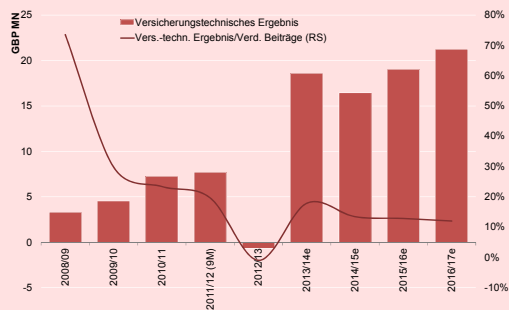
Financial Profile

COMBINED RATIO



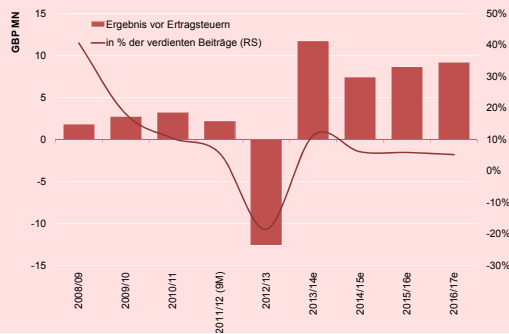
Die Combined Ratio als Summe aus Schadenquote und Kostenquote lag im abgelaufenen Geschäftsjahr bei hohen 100,6%. Hierfür waren insbesondere die schwache Performance zweier Kfz-Versicherungen und eine Neubewertung der Schadenrückstellungen auf Grund der fehlenden Schadenshistorie verantwortlich. Grundsätzlich verspricht das Geschäftsmodell hohe Margen, die wir auch in Zukunft erwarten.

VERSICHERUNGSTECHNISCHES ERGEBNIS



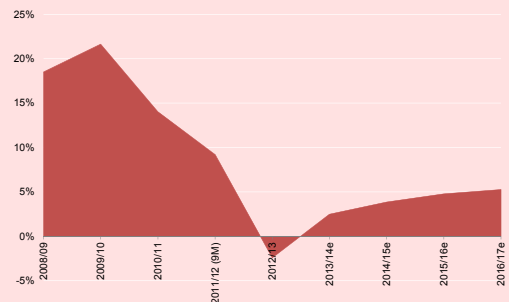
Erstmals seit seiner Gründung ging im vergangenen Jahr das versicherungstechnische Ergebnis zurück. Die Neubewertung der Schadenrückstellungen im Vorjahr war nach u. E. ein einmaliger Effekt, bereits im laufenden Jahr sollte Enterprise Holdings wieder auf den Wachstumskurs zurückkehren.

ERGEBNIS VOR ERTRAGSSTEUERN



Die Bildung der Rückstellungen und die schwache Performance zweier Kfz-Versicherungen hatten erhebliche Auswirkungen auf die Profitabilität, die erstmals in der Unternehmensgeschichte ins Negative drehte. Für das laufende Jahr rechnen wir mit einer Verbesserung des EBT auf GBP 11,7 Mio. oder 11,3% der verdienten Beiträge.

EIGENKAPITALQUOTE

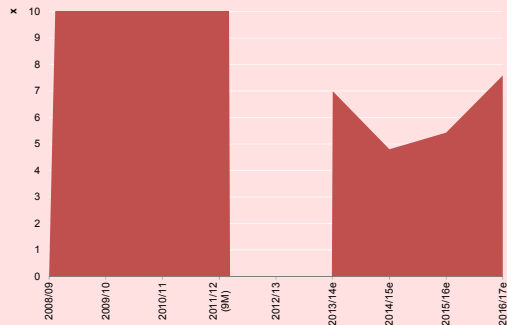


Bedingt durch den starken Anstieg der Bruttoprämien und aufgrund des Verlustes in 2012/13 war die Eigenkapitalquote negativ. Durch das erwartete Prämienwachstum und die Thesaurierung der Erträge wird sie in den folgenden Jahren nach u. E. wieder sukzessive ansteigen.

QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL PROGNOSEN

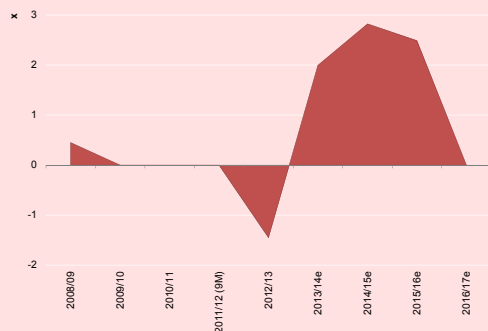
Analyse ausgewählter DVFA-Kennzahlen

KAPITALDIENSTDECKUNG: ZINSDECKUNGSGRAD (EBIT)



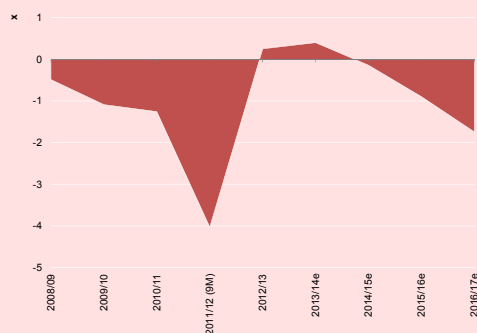
Das Verhältnis von EBIT zu Zinsaufwand lag in den letzten Jahren aufgrund der geringen Bruttoverschuldung im bis zu dreistelligen Bereich. Durch die vom Aktuator geforderte Bildung von Rückstellungen wurde das EBIT im vergangenen Jahr negativ. Für die kommenden Jahre wird mit einem Anstieg auf bis 7,6x. Damit dürfte die Rückzahlung der Anleihe aus den laufenden Erträgen erfolgen können.

VERSCHULDUNGSGRAD: BRUTTOVERSCHULDUNG/EBITDA



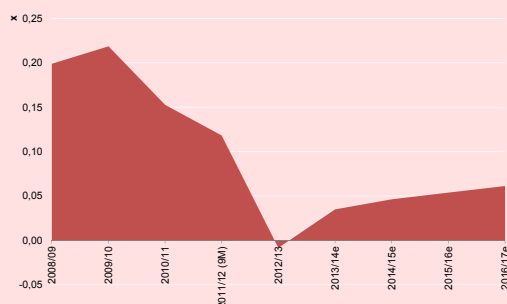
Das Verhältnis von Finanzverbindlichkeiten zu erwartetem EBITDA unterstützt die Einschätzung, wonach Enterprise Holdings die Anleihe problemlos zurückzahlen wird. Im Geschäftsjahr 2016/17e haben wir die vollständige Rückzahlung der Anleihe modelliert.

VERSCHULDUNGSGRAD: NETTOVERSCHULDUNG/EBITDA



Wir rechnen damit, dass Enterprise Holdings bis zum Ende der Laufzeit der Anleihe über eine Nettofinanzposition von GBP 20,7 Mio. verfügen wird.

KAPITALSTRUKTUR: RISK BEARING CAPITAL



Das Risk Bearing Capital als Angabe für die Eigenkapitalquote war durch den Verlust des Vorjahres negativ, wird sich jedoch nach u. E. in den folgenden Jahren wieder im positiven Bereich stabilisieren.

QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL PROGNOSEN

Analyse und Bewertung der Anleihe

Mit einer Nominalverzinsung von 7,0% bei einem bestätigten Creditreform-Rating von A- (29. August 2013) weist die Enterprise Holdings-Anleihe eine im Peergroup-Vergleich der bonitätsstärksten Mittelstandsanleihen attraktive Effektivverzinsung von derzeit 5,92% auf. Aktuell ist Enterprise Holdings die einzige Emittentin mit einem Creditreform-Rating im A-Bereich, bei den sonstigen Emissionsratings im A-Bereich (IPSAK, Stern Immobilien und Hahn Immobilien-Beteiligungs AG) waren die Emittentenratings wesentlich schlechter ausgefallen als die Anleiheratings. Überdies steht bei diesen Anleihen eine Bestätigung des Ratings noch aus, während das Folge-Rating von Enterprise Holdings bereits erstellt und die Notation des Börsengangs bestätigt wurde.

Erste Versicherung, die eine Mittelstandsanleihe begeben hat

Mit Enterprise Holdings mit Sitz in Gibraltar hat nicht nur das erste Unternehmen außerhalb des deutschsprachigen Wirtschaftsraums eine Anleihe an einer Mittelstandsbörse begeben, sondern mit einer Versicherung auch der erste Finanzdienstleister.

Die Stammdaten und Anleihebedingungen der Enterprise Holdings-Anleihe sind in nachstehender Tabelle 1 zusammengefasst:

In der Vergangenheit haben Versicherungsunternehmen meist (hybride) Nachranganleihen begeben mit der Folge, dass diese Bonds im Insolvenzfall erst nach allen anderen Gläubigern bedient werden.

TABELLE 1: ÜBERBLICK ÜBER DIE ANLEIHEBEDINGUNGEN

Emittentin	Enterprise Holdings Holdings Ltd. (GBR)
Emissionsvolumen	EUR 35,0 Mio.
davon platziert	EUR 35,0 Mio.
Stückelung	EUR 1.000,00
Laufzeit	26.09.2012-25.09.2017 (5 Jahre)
Valuta	29.09.2011
Kupon	7,00%
Zinszahlungstermin	Jährlich am 25.09.
Emittentenrating (Creditreform)	A- (bestätigt am 29.08.2013)
Emissionsrating	n/a
Status	Nicht nachrangig
Besicherung	Nicht besichert
Garantien	-
Mittelverwendung	Organisches Wachstum
Covenants	Gewinnverwendungsvorschrift: 50% der monatlichen Nettoerträge auf Sonderkonto bis Zinszahlung und Tilgung gewährleistet ist Ausschüttungssperre Limitation of Asset Sale Negativverpflichtung
Sonderrechte der Anleihegläubiger	-
Ausgabekurs	100,0%
Rückzahlungskurs	100,0%
Vorzeitiges Kündigungsrecht Emittentin (Call)	-
Vorzeitiges Kündigungsrecht Gläubiger (Put)	Aus steuerlichen Gründen Bei Verletzung der Covenants Vorzeitiges Kündigungsrecht der Gläubiger am 26.09.2015
Mindestanlage	EUR 1.000,00
Börsenplatz	Entry Standard für Anleihen, Frankfurter Wertpapierbörse
Dokumentation	BaFin gebilligter Wertpapierprospekt
Öffentliches Angebot	Deutschland
Privatplatzierung	Internationale institutionelle Investoren
Vertriebsrestriktionen	USA, Kanada, Japan
Reuters	E0HA.DE
Bloomberg	E0HA:GR
ISIN	DE000A1G9AQ4
WKN	A1G9AQ

QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL

Bestätigung des Emissionsratings von A-

Ende August 2013 wurde das Emissionsrating von A- durch Creditreform bestätigt. Ein **Emissionsrating** von A- bescheinigt der Anleihe eine „gute Güte“ bei „geringem Anlagerisiko“. Die statistische Ausfallwahrscheinlichkeit eines Ratings im Bereich von A (A+, A und A-) wird von Creditreform auf Sicht von einem Jahr derzeit mit 0,05% angegeben, auf Sicht von drei Jahren liegt sie aktuell bei 0,25%. Bei einer stufengenauen Spezifizierung der Ausfallwahrscheinlichkeit ergibt sich für die Anleihe von Enterprise Holdings hinsichtlich des Ratings von A- eine Ausfallwahrscheinlichkeit innerhalb eines Jahres von 0,08%.

TABELLE 2: AUSFALLWAHRSCHEINLICHKEITEN IN ABHÄNGIGKEIT VON DER RATINGKLASSE

	1 Jahr PD*	3 Jahre PD*	5 Jahre PD*
AAA	0,00%	0,05%	0,10%
AA	0,01%	0,12%	0,30%
A	0,05%	0,25%	0,50%
BBB	0,35%	1,00%	2,00%
BB	1,25%	6,00%	9,00%
B	5,00%	15,00%	20,00%
CCC			
CC	20,00%	32,50%	40,00%
C			
D	100,00%	100,00%	100,00%

*Ausfallwahrscheinlichkeit (probability of default)

QUELLE: CREDITREFORM, SPHENE CAPITAL

Bestätigung des Emissionsrating von A-

Mit dieser Notation zählt die Anleihe zu den am besten gerateten Mittelstandsanleihen in Deutschland. Nur für vier Anleihen von IPSAK, MS Deutschland, Hahn Immobilien-Beteiligungs AG und Stern Immobilien wurde bislang überhaupt zur Anleiheemission ein Rating im A-Bereich vergeben. In einigen Fällen handelt es sich um Mittelstandsanleihen, bei denen die Emittentenratings wesentlich schlechter ausgefallen waren als die Anleihe-Ratings. Im Gegensatz zu Enterprise Holdings steht bei drei Anleihen eine Bestätigung des Ratings noch aus, die Anleihe der MS Deutschland wurde zwischenzeitlich auf BBB- herabgestuft.

Enterprise Holdings ist das bislang einzige Unternehmen, dessen Folgerating das IBO-Rating bestätigt hat.

TABELLE 3: RATINGHISTORIE VON MITTELSTANDSANLEIHEN IM A-BEREICH

	IBO-Rating (Emittent/Emission)	Folge-Rating (Emittent/Emission)
Enterprise Holdings	A- / - (Creditreform)	A- / - (Creditreform)
Hahn Immobilien Beteiligungs	- / A- (Scope)	n/a
IPSAK	BB / A (Scope)	n/a
MS Deutschland	CCC+ / A (Scope)	CCC+ / BBB- (Scope)
Stern Immobilien	BB+ / A- (Scope)	n/a

QUELLE: CREDITREFORM, SPHENE CAPITAL

Restlaufzeit liegt aktuell bei 3,9 Jahren

Die **Gesamtlaufzeit** der Anleihe von fünf Jahren ist wenig überraschend, wurden doch bislang nur 21 (von insgesamt 110) Mittelstandsanleihen mit einer von fünf Jahren abweichenden Laufzeit begeben. Die Restlaufzeit der Anleihe von Enterprise Holdings liegt aktuell bei 3,9 Jahren. Allerdings steht den Anleihegläubigern ein Kündigungsrecht zum 26.09.2015 zu, so dass die Restlaufzeit der Anleihe für die kündigungswilligen Anleger de facto bei nur noch 1,9 Jahren liegt.

Put zum 26.09.2015

Attraktive Nominalverzinsung von 7,0%

Bezogen auf die **Effektivverzinsung** liegt die Enterprise Holdings-Anleihe mit einer Yield von derzeit 5,92% deutlich über anderen, sogar schwächer gerateten Mittelstandsanleihen von BBB und selbst BBB-. Im Durchschnitt werden diese derzeit mit Effektivverzinsungen von 5,52% (A bzw. A-) bzw. 5,81% (BBB+, BBB und BBB-) gehandelt. Dass die Anleihe von Enterprise Holdings trotz besseren

Ratings mit einem Aufschlag gehandelt wird, ist aus unserer Sicht auf die geringe Reife des Marktes für Mittelstandsanleihen, aber auch auf das aktuelle Marktumfeld zurückzuführen.

TABELLE 4: VERGLEICH VON EMITTENTEN MIT RATING IM A- UND BBB-BEREICH

Emittent	Emissionsrating	Emittentenrating	Kupon	Rendite
IPSAK	A	BB	6,75%	6,08%
Enterprise Holdings Ltd.	A-	-	7,00%	5,92%
HAHN-Immobilien-Beteiligungs AG	A-	-	6,25%	4,80%
Stern Immobilien AG	A-	BB+	6,25%	5,30%
Durchschnitt			6,56%	5,52%
EYEMAXX Real Estate AG	BBB+	BB+	7,50%	5,42%
Golden Gate AG	BBB	BB	6,50%	5,64%
Cloud No 7 GmbH	BBB	-	6,00%	5,48%
KTG Agrar AG I	-	BBB	6,75%	3,29%
German Pellets GmbH	-	BBB	7,25%	5,72%
SeniVita Sozial gGmbH	-	BBB	6,50%	3,15%
KTG Agrar AG II	-	BBB	7,13%	6,42%
Bastei Lübbe GmbH & Co. KG	-	BBB	6,75%	2,90%
Steilmann-Boecker Fashion Point GmbH & Co. KG	-	BBB	7,75%	6,61%
Mox Telecom AG	-	BBB	7,25%	7,87%
Peach Property Group (Deutschland) GmbH	BBB-	BBB-	6,60%	8,59%
BioEnergie Taufkirchen GmbH & Co. KG	BBB-	-	6,50%	5,91%
Albert Reiff GmbH & Co.KG	-	BBB-	7,25%	5,76%
Maschinenfabrik Spaichingen GmbH	-	BBB-	7,25%	3,95%
KTG Energie AG	-	BBB-	7,25%	7,40%
SAF Holland AG	-	BBB-	7,00%	4,69%
PNE Wind AG	-	BBB-	8,00%	7,92%
S&T AG	-	BBB-	7,25%	6,21%
MIFA AG	-	BBB-	7,50%	6,31%
Helma Eigenheimbau AG	-	BBB-	5,88%	5,05%
Ferratum Capital Germany GmbH	-	BBB-	8,00%	7,63%
Durchschnitt			7,04%	5,81%

QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL

Mit einer Limitation of Asset Sale-Klausel, einer besonderen Gewinnverwendungsvorschrift, einer Negativverpflichtung und einem vorzeitigen Kündigungsrecht der Gläubiger ist die Enterprise Holdings-Anleihe nach u. E. ausgesprochen gläubigerfreundlich ausgestattet. Von besonderer Bedeutung ist jedoch die versicherungstypische Verwendung der durch die Anleiheemission vereinnahmten Liquidität: Als Erstversicherungsunternehmen ist Enterprise Holdings verpflichtet, in Abhängigkeit des Geschäftsumfangs und der damit verbundenen Risikolage freie, unbelastete Eigenmittel vorzuhalten und ein bestimmtes Risikoreserveniveau zu schaffen, das die Finanzierbarkeit von Verlusten gewährleistet und die dauerhafte Existenz des Versicherungsunternehmens sicherstellt. Um weitere Versicherungspolice ausreichen zu können, hat Enterprise Holdings die eingeworbenen Mittel aus der Anleihe an die operative Enkelgesellschaft weitergereicht und damit die Grundlagen für weiteres Wachstum geschaffen.

Die besondere Bedeutung des Eigenkapitals für Versicherungen

Von besonderer Bedeutung für Versicherungsunternehmen sind die regulatorischen Solvabilitätsvorschriften. Die Solvabilität beschreibt die grundsätzliche Fähigkeit eines Versicherungsunternehmens, die eigene Existenz und dauerhafte Erfüllbarkeit der eingegangenen Verpflichtungen durch eine ausreichende Eigenkapitalausstattung zu sichern. Sie wird von den Aufsichtsbehörden im Rahmen der Finanzaufsicht – hier der Financial Services Commission FSC (siehe auch www.fsc.gi) – überwacht.

Erstversicherungsunternehmen müssen in Abhängigkeit ihres Geschäftsumfangs und der damit verbundenen Risikolage freie, unbelastete Eigenmittel vor-

halten, und ein bestimmtes Risikoreserveniveau schaffen, das die Finanzierbarkeit von Verlusten gewährleistet und die dauerhafte Existenz des Versicherungsunternehmens sicherstellt. Ist die aktuelle Eigenkapitalausstattung zu gering und droht die tatsächliche Solvabilität unter das Soll-Niveau zu sinken, sind Maßnahmen zu ergreifen, um die vorgeschriebenen Solvabilitätsvorschriften zu erfüllen. Denkbare Maßnahmen bestehen aus einer Verringerung der Ausschüttung an die Aktionäre, die Aufnahme von Eigenkapital über eine Kapitalerhöhung oder die Reduzierung der Soll-Solvabilität durch eine stärkere Inanspruchnahme der Rückversicherungsbeziehungen.

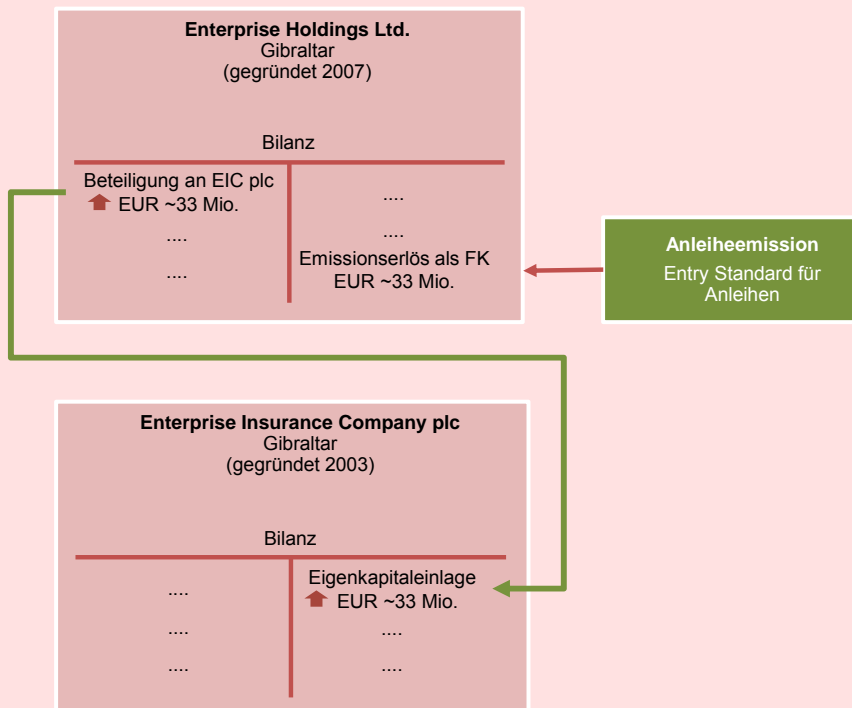
Die Verwendung der Anleihemittel ...

Enterprise Holdings hat den Emissionserlös der Anleihe dazu genutzt, um die Kapitalbasis der operativen Versicherungstochter Enterprise Insurance Company plc zu stärken und damit zusätzliches Neugeschäft auf die eigenen Bücher nehmen zu können. Denn durch die ab 2013 geltende Solvency II-Regelung sind Versicherungsunternehmen verpflichtet, ihre Kapitalunterlegung zu überprüfen. Der Standardsatz der geforderten Kapitalunterlegung beträgt nunmehr 16,0% der geschriebenen Bruttoprämien. Durch die Anleiheemission ist es Enterprise Holdings möglich, zusätzliche Versicherungen im Volumen von ca. EUR 200,0 Mio. zu schreiben.

Solvency II-Regelungen und Nutzung des Emissionserlöses als Haftungskapital

Diese Mittelverwendung unterscheidet Enterprise Holdings von allen anderen Unternehmen, die bislang eine Mittelstandsanleihe begeben haben, insofern als die eingeworbenen Mittel keiner operativen Verwendung im engeren Sinne zugeführt werden, sondern als Haftungskapital in der Bilanz verbleiben. Aus unserer Sicht bedeutet diese Art der Mittelverwendung für den Gläubiger der Anleihe im Vergleich zu anderen börsennotierten Mittelstandsanleihen eine relativ hohe Tilgungssicherheit.

ABBILDUNG 1: EMISSIONSERLÖS ALS HAFTUNGSKAPITAL



Enterprise Holdings hat aus den Emissionserlösen eine Eigenkapitaleinlage in die 100%-Tochter Enterprise Insurance Company plc getätigt. Damit ist die Einhaltung der regulatorischen Kapitalunterlegungsvorschriften für Bruttoprämien von mehr als EUR 200,0 Mio. sichergestellt.

QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL

... bringt eine deutlich reduzierte Risikoposition der Anleihezeichner mit sich

Damit unterscheidet sich die Risikoposition der Anleger sowohl durch den oben beschriebenen Mechanismus der Eigenkapitaleinlage bei der operativen Tochter als auch durch das generelle Geschäftsmodell von Enterprise Holdings erheblich von der Risikoposition eines Anlegers in einen klassischen Industriebetrieb.

Keine kapitalbindenden Investitionen aus dem Emissionserlös – lediglich Erhöhung der liquiden Finanzinvestments

Der Erlös wurde nicht in mittel- bis langfristige und stets risikobehaftete Projekte (z. B. den Bau einer neuen Fabrik oder die Finanzierung einer Akquisition) investiert, sondern lediglich auf das Konto einer bestehenden operativen Tochter transferiert. Dort wurde er zusammen mit den sonstigen Kapitalanlagen des Konzerns konservativ in liquiden Finanzinvestments (ausschließlich Corporate Bonds bester Bonität) angelegt und dient als Risikopuffer für eventuell entstehende Verluste aus dem Versicherungsgeschäft. Das Kapital der Anleger wird also nie wirklich konsumiert oder investiert. Lediglich im Fall von Verlusten, die den Wert des heutigen Eigenkapitals der Gruppe übersteigen, würde die Anleihetranche angegriffen. Angesichts einer mehrjährigen Historie von positiven versicherungstechnischen Ergebnissen ist jedoch davon auszugehen, dass das Anleihekaptial lediglich aus regulatorischen Zwecken benötigt wird.

Die elementare Bedeutung des Sonderkontos

Ein weiteres zentrales Element der Covenants ist, dass Enterprise Holdings die Hälfte des geschätzten monatlichen Nachsteuerergebnisses (gemäß Gibraltar GAAP) auf ein Sonderkonto überweist, bis der auf dem Konto verfügbare Betrag dem Gesamtnennbetrag der Anleihe zuzüglich der jeweils noch fälligen Zinsen entspricht. Die eingezahlten Beträge sollen entsprechend der unternehmerischen Anlagepolitik in UK-Gilts oder in Unternehmensanleihen mit Investment Grade-Rating angelegt werden. Nach Bezahlung der fälligen Kuponzahlungen im vergangenen September ist das Sonderkonto aktuell mit EUR 2,7 Mio. dotiert. Die im September 2014 fällige Zinszahlung ist damit bereits heute sichergestellt.

Der Stand des Sonderkontos wird regelmäßig auf der Homepage der Emittentin veröffentlicht.

TABELLE 5: AKTUELLER STAND DES SONDERKONTOS

	50% Nettogewinn (kEUR)	Kumuliert (kEUR)	Anteil der jährlichen Zinszahlung	Anteil der gesamten Zinszahlung
Sep 12	0,0	0,0	0,0%	0,0%
Okt 12	375,0	375,0	15,3%	3,1%
Nov 12	475,0	850,0	34,7%	6,9%
Dez 12	450,0	1.300,0	53,1%	10,6%
Jan 13	375,0	1.675,0	68,4%	13,7%
Jan 13	350,0	2.025,0	82,7%	16,5%
Mrz 13	375,0	2.400,0	98,0%	19,6%
Apr 13	350,0	2.750,0	112,2%	22,4%
Mai 13	400,0	3.150,0	128,6%	25,7%
Jun 13	400,0	3.550,0	144,9%	29,0%
Jul 13	400,0	3.950,0	161,2%	32,2%
Aug 13	400,0	4.350,0	177,6%	35,5%
Sep 13	400,0	4.750,0	193,9%	38,8%
Okt 13	400,0	2.700,0	110,2%	22,0%

QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL

Die marktgängigen Covenants sind ebenfalls erfüllt

Darüber hinaus enthalten die Anleihebedingungen eine Negativverpflichtung und eine Ausschüttungssperre (restriction on payments), die die Emittentin verpflichtet, keine Ausschüttungen vorzunehmen, sofern diese die möglichen Zahlungen auf das Sonderkonto reduzieren könnten. Ebenfalls vorbildlich sind die Regelungen zum Limitation of Asset Sale, die es Enterprise Holdings verbieten, wesentliche Unternehmensteile während der Laufzeit der Anleihe zu verkaufen. Auch ohne eine Change of Control-Klausel ist die Enterprise Holdings-Anleihe damit überdurchschnittlich gläubigerfreundlich ausgestattet. Dies ist aus unserer Sicht auch darauf zurückzuführen, dass die Anleihe während ihrer Platzierung weniger als die meisten, bisher emittierten Mittelstandsanleihen an Privatanleger, Vermögensverwalter oder die eigenen Mitarbeiter adressiert wurde, sondern vor allem an institutionelle Investoren im angelsächsischen Raum gerichtet war.

Die Bereitschaft, überdurchschnittlich viele Covenants einzugehen, zeigt eine hohe Kapitalmarktaffinität des Managements.

Vorzeitiges Kündigungsrecht

Darüber hinaus wird jedem Anleihegläubiger ein vorzeitiges Kündigungsrecht zum 26.09.2015 zugestanden. Schließlich ist die Anleihe mit einer Negativverpflichtung (Negative Pledge) versehen, wonach sich die Emittentin verpflichtet,

nur unter bestimmten Voraussetzungen weitere Verbindlichkeiten einzugehen und anderen Gläubigern keine oder nur unter bestimmten Bedingungen Sicherheiten zu gewähren, um eine Gleichbehandlung der Anleihegläubiger mit den anderen Gläubigern sicherzustellen. Ein Verstoß gegen die Negativverpflichtung lässt zwar die Wirksamkeit der Vereinbarungen mit den anderen Gläubigern grundsätzlich unberührt, zieht aber gegebenenfalls Kündigungsrechte und Schadensersatzansprüche der Anleihegläubiger nach sich.

TABELLE 6: VERGLEICH DER COVENANTS VON EMITTENTEN MIT RATING IM A-BEREICH

Emittent	Negative pledge	Change of control	Limitation asset sale	Payment restriction	Kündigungsrecht	Cross default
Enterprise Holdings	✓	-	✓	✓	✓	-
IPSAK	✓	✓	-	-	-	✓
HAHN-Immobilien-Bet.	-	✓	-	-	-	-
Stern Immobilien	-	-	-	-	-	-

QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL

Risiken aus der Holdingstruktur

Enterprise Holdings ist Muttergesellschaft der EIG Holdings Ltd., die wiederum eine Holding über drei Tochtergesellschaften ist: Quality Rating Ltd., Enterprise Insurance Company plc und EIG Services Ltd., die jeweils zu 100% gehalten werden. Damit ist die Emittentin als Holding und Muttergesellschaft einer Holding, die wiederum drei operative Tochtergesellschaften hält, über die Vereinnahmung von Zinserträgen aus der Darlehensvergabe von den operativen Ergebnissen der jeweiligen Tochtergesellschaften abhängig. Die operativen Tochtergesellschaften wiederum haften nicht für die Anleihe der Konzernmutter. Vor diesem Hintergrund besteht eine strukturelle Nachrangigkeit der formal rechtlich gleichrangigen Enterprise Holdings-Anleihe gegenüber den unbesicherten Verbindlichkeiten der operativen Töchter. Im Fall einer Liquiditäts- oder Ertragskrise werden die Gläubiger der operativen Töchter zuerst bedient und nur der verbleibende Überschuss kann als Zinszahlung an die Mutter weitergeleitet werden. Im Krisenfall könnte der Emittentin damit nicht ausreichend Liquidität zugeführt werden, die zur Bedienung der Anleihe notwendig ist.

Eventuell können strukturelle Risiken aus der Holdingstruktur entstehen.

Die Negativbeschränkungen für die Anleihe gelten insofern auch für die Tochtergesellschaften, als sich Enterprise Holdings verpflichtet, diese ebenfalls zu veranlassen, keine zukünftigen Sicherheiten an ihren Vermögensgegenständen zur Besicherung von gegenwärtigen bzw. künftigen Kapitalmarktverbindlichkeiten zu gewähren.

Analyse der Unternehmenskennzahlen

Mit Ausnahme der Anleihe hat Enterprise Holdings keine ausstehenden Verbindlichkeiten gegenüber Kreditinstituten oder anderen Gesellschaften und auch keine sonstigen zinstragenden Verbindlichkeiten. Die Eigenkapitalquote war zum Ende des letzten Geschäftsjahres 2012/13 aufgrund der nicht cash-relevanten Bildung von Rückstellungen im negativen Bereich.

Aus der Anleihe ergeben sich jährliche Kuponverpflichtungen in Höhe von etwa EUR 2,4 Mio. (GBP ~2,0 Mio.), die damit auch den gesamten jährlichen Zinsaufwendungen des Unternehmens entsprechen. Diesen stehen nach unseren Schätzungen im laufenden Jahr ein versicherungstechnisches Ergebnis in Höhe von GBP 18,6 Mio. und ein Ergebnis vor Steuern in Höhe von GBP 11,7 Mio. gegenüber. Insgesamt reicht unser Grobprognosehorizont bis zur planmäßigen Rückzahlung der Anleihe im Jahr 2017. Dabei rechnen wir bis 2016/17e mit einem Anstieg des versicherungstechnischen Ergebnisses auf GBP 21,3 Mio., während wir das Ergebnis vor Steuern auf GBP 9,7 Mio. schätzen. Unsere Prognosen basieren dabei ausschließlich auf einer Modellierung des organischen Wachstums der Enterprise Holdings Ltd., Übernahmen haben wir nicht in unser Modell eingefügt.

Die von uns erstellte Analyse der Unternehmenskennzahlen zielt auf die Frage ab, inwieweit die zukünftig erwarteten Cashflows der Gesellschaft ausreichen, die Zins- und Tilgungsverpflichtungen aus der Anleihe zu erfüllen. Wir untersuchen dabei bevorzugt branchenspezifische Kennzahlen, und zwar sowohl kurzfristige Liquiditäts- bzw. Bonitäts-Kennzahlen als auch mittel- und längerfristige Verschuldungs- sowie Deckungsgradkennzahlen.

Analyse der Bilanzkennzahlen

Bei der Analyse der Bilanzkennzahlen fokussieren wir uns auf die für Versicherungen bedeutenden Kennzahlen. Zu diesen zählen wir insbesondere

- ✦ Forderungen gegenüber Rückversicherungen-Quote,
- ✦ technischer Deckungsgrad und
- ✦ Netto-Eigenkapital-Leverage.

Klassische Liquiditätskennzahlen spielen bei einer Versicherung keine Rolle

Kurzfristige Bonitäts-Kennzahlen, die aufzeigen, inwieweit das zeitnah liquidierbare und damit aktuell zur Verfügung stehende Vermögen ausreicht, um kurzfristig fällig werdende Verbindlichkeiten zu begleichen, spielen bei der Einschätzung einer Versicherung wie Enterprise Holdings keine Rolle. Auch die Eigenkapitalquote ist zur Einschätzung der Risikoposition einer Versicherung wenig geeignet, da sie eigenkapitalähnliche Bilanzpositionen unberücksichtigt lässt. Insbesondere ist ein Vergleich der Eigenkapitalquoten mit anderen Industrien wenig zielführend.

Forderungen gegenüber Rückversicherungen-Quote

Um einen besseren Risikoausgleich und eine höhere Zeichnungskapazität zu erreichen, reichen Erstversicherer einen Teil ihres Risikos an Rückversicherer weiter. Im Schadensfall wird dadurch die Belastung für den Erstversicherer verringert. Bei Enterprise Holdings kann das Verhältnis von Forderungen aus Rückversicherungen zu Eigenkapital zum Jahresende 2012/13 aufgrund des negativen Eigenkapitals nicht berechnet werden; wir gehen allerdings davon aus, dass die Eigenkapitalquote bereits 2013/14 wieder positive Werte einnehmen wird.

Die Forderungen gegenüber Rückversicherungen bergen ein grundsätzliches Kreditausfallrisiko. Mit einer der führenden Rückversicherungen als Kooperationspartner ist das Counterparty-Risiko aus unserer Sicht jedoch gering.

Im Gegenzug entsteht für den Erstversicherer ein Counterparty-Risiko, da er bei einem Ausfall der Rückversicherung für die gesamten Schadenzahlungen aufkommen muss. Durch die Kooperation mit einer der weltweit führenden Rückversicherungen unterliegen die ausstehenden Forderungen bis zu ihrer Begleichung aus unserer Sicht jedoch einem vernachlässigbaren Zahlungsausfallrisiko.

Technischer Deckungsgrad für Enterprise Holdings wenig geeignet

Der technische Deckungsgrad als Verhältnis von versicherungstechnischen Rückstellungen zu den gebuchten Nettoprämien ist eine Indikation für die Qualität des Reservierungsniveaus einer Versicherung. Für Enterprise Holdings ist diese Kennzahl nach u. E. nur eingeschränkt aussagekräftig, da sich zum einen die Rückversicherungsquote in unserem kurzen Beobachtungshorizont verviel-

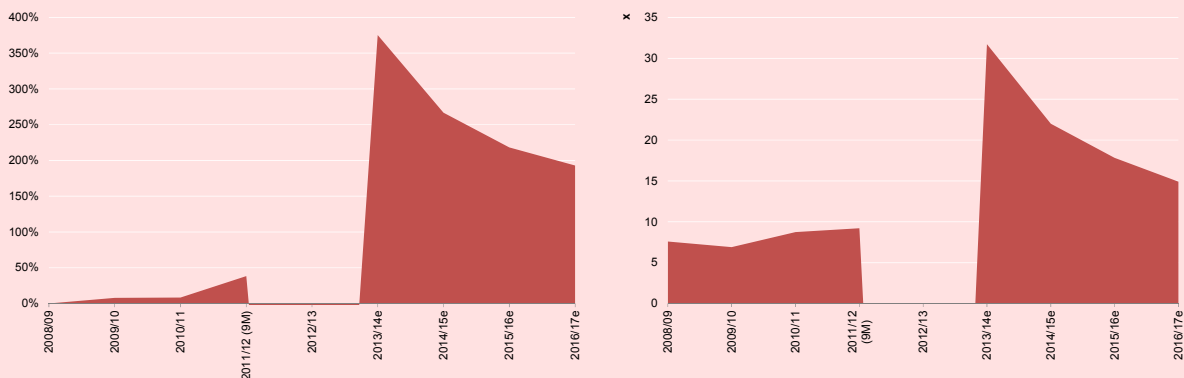
facht und sich auch das Prämienwachstum innerhalb weniger Jahre deutlich ausgeweitet hat (was auch den Hintergrund für die Begebung der Mittelstandsanleihe darstellt).

Netto-Eigenkapital-Leverage

Das Netto-Eigenkapital-Leverage ist das Verhältnis aus sämtlichen zukünftigen Zahlungsverpflichtungen (ohne Rückversicherungsanteil) und dem Eigenkapital einer Versicherungsgesellschaft. Diese operative Leverage-Kennzahl spiegelt damit die Anfälligkeit des Eigenkapitals gegenüber Schwankungen der Schadenrückstellungen und der jährlichen Prämieinnahmen wider. Damit ist das Netto-Eigenkapital-Leverage eine klassische Solvenz-Kennzahl, die in der Sachversicherung ebenso wie in der Lebensversicherung zur Anwendung kommt. Nachdem die Kennzahl in den Jahren 2007/08-2011/12 zwischen 6,9x und 9,2x lag, drehte sie im vergangenen Geschäftsjahr 2012/13 ins Negative. Bereits in 2013/14e erwarten wir wieder positive Werte, wenngleich auf deutlich höherem Niveau.

Das Netto-Eigenkapital-Leverage zeigt den gesamten operativen Leverage ohne Rückversicherungsanteil auf.

ABBILDUNG 2: FORDERUNGEN GGÜ. RÜCKVERSICHERUNGEN-QUOTE (LS) UND NETTO-EIGENKAPITAL-LEVERAGE (RS)



QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL PROGNOSEN

Analyse der Kapitalanlagen

Die Analyse der Kapitalanlagen ist für Versicherungsunternehmen von besonderer Bedeutung, da die thesaurierten Beträge den Deckungsstock für die ausgegebenen Versicherungspolizen repräsentieren. Die Anlagepolitik ist daher von wesentlicher Bedeutung für die Stabilität einer Versicherung. Bei der Analyse der Kapitalanlagen sind aus unserer Sicht folgende Kennzahlen von besonderer Relevanz:

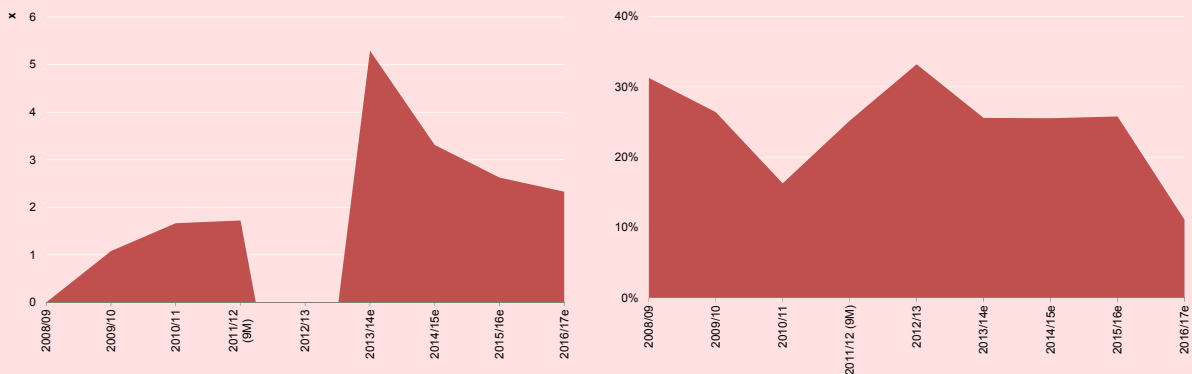
- ✦ Leverage Ratio,
- ✦ Liquiditätsquote,
- ✦ Duration der Kapitalanlagen sowie der Anteil von Nicht-Investment Grade Anleihen am Eigenkapital und
- ✦ Nettoverzinsung der Kapitalanlagen.

Errechnet als Quotient aus Kapitalanlagen zu Eigenkapital ist die **Leverage Ratio** ein Indikator dafür, wie sehr der Gewinn einer Versicherung von den Entwicklungen an den Kapitalmärkten abhängig ist. Bei Schadenversicherungen wie Enterprise Holdings ist der Leverage in der Regel weitaus geringer als bei Lebensversicherungsunternehmen, die einen erheblichen Teil der Erträge überhaupt erst aus den Kapitalanlagen erzielen. Vor der Begebung der Anleihe hat Enterprise Holdings ihre Gewinne vor allem aus dem versicherungstechnischen Ergebnis generiert, die Leverage Ratio lag zwischen 2009/10 und 2011/12 zwischen 1,1x und 1,7x. Aufgrund des negativen Ergebnisses im vergangenen Jahr war die Leverage Ratio negativ. Für 2014/15e rechnen wir mit einem Anstieg auf dann 5,3x, im weiteren Verlauf der Anleihe mit einem sukzessiven Rückgang auf dann 2,3x.

Die **Liquiditätsquote** setzt die Barreserven einer Versicherung, die ohne zeitli-

chen Verzug zur Begleichung von Verbindlichkeiten im Schadensfall verwendet werden können, ins Verhältnis zu den versicherungstechnischen Rückstellungen (netto). Bei Enterprise Holdings lag die Liquiditätsquote im vergangenen Geschäftsjahr bei 33,2% (nach 25,2% im Rumpfgeschäftsjahr 2011/12). Als Folge der Anleihe rechnen wir in Zukunft mit einer Stabilisierung der Liquiditätsquote. Darüber hinaus sollten Enterprise Holdings nach u. E. ausreichende Cashflows aus steigenden Prämieinnahmen und fällig werdenden Anlagen zufließen, die für die Auszahlung von Schadensansprüchen zur Verfügung stehen.

ABBILDUNG 3: LEVERAGE RATIO (LS) UND LIQUIDITÄTSQUOTE (RS)



QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL PROGNOSEN

Anstelle des Working Capitals, das für die Beurteilung der Liquiditätslage von Industrieunternehmen von erheblicher Bedeutung ist, übernimmt bei Versicherungen die durchschnittliche Kapitalbindungsdauer (**Duration**) des Portefeuilles der Finanzanlagen diese Rolle. Jedoch sind die versicherungstechnischen Reserven von Sachversicherern weit weniger zinssensitiv als die von Lebensversicherungsunternehmen. Sachversicherer tolerieren daher in der Regel eine weniger enge Durations-Kongruenz.

Laut Angaben des Managements liegt die Duration der Aktiva der Enterprise Holdings bei derzeit etwa 2,8 Jahren – mit rückläufiger Tendenz. Wir vermuten, dass diese damit weitgehend das Short-Tail-Risiko der Gesellschaft widerspiegelt und dass Enterprise Holdings eine geringe negative Durationslücke aufweist.

Die **Nettoverzinsung der Kapitalanlagen** ermittelt die reale Verzinsung der durchschnittlichen Kapitalanlagen. Neben den laufenden Kapitalerträgen – bei Enterprise Holdings sind dies ausschließlich Zinsen – gehen in die Berechnung die Ergebnisse aus Veräußerungen von Kapitalanlagen sowie mögliche Abschreibungen auf Kapitalanlagen ein. Vor dem Hintergrund einer sehr disziplinierten und konservativen Anlagestrategie investiert das Management von Enterprise Holdings seine Kapitalanlagen ausschließlich in britische Staatsanleihen (Gilts) und Corporate Bonds mit Investment Grade-Rating. Im vergangenen Jahr lag deren durchschnittliche Verzinsung bei 5,0% p. a. Wir treffen für den Prognosezeitraum noch konservativere Annahmen und modellieren eine jährliche Verzinsung von durchschnittlich 2,5%.

Analyse der Ertragslage

Angesichts des durch die Begebung der Anleihe erfolgten Anstiegs des Verschuldungsgrades ist die Frage, inwieweit Enterprise Holdings den zukünftigen Zahlungsverpflichtungen durch die Erzielung adäquater Cashflows nachkommen kann, von erheblicher Bedeutung für die Einschätzung des Unternehmens. Hierzu haben wir auf der Basis unserer Schätzungen bis zum Jahr 2016/17e folgende Ertrags- bzw. Deckungsgrad-Kennzahlen aus der Gewinn- und Verlustrechnung sowie dem Cashflow-Statement im Zeitablauf analysiert:

- ✦ Interest Coverage Ratio (auf EBIT-Ebene),
- ✦ Combined Ratio und

Eine Passiva-Duration von etwa 2,8 Jahren spiegelt nach u. E. das Short-Tail-Risiko des Versicherungsgeschäfts der Gesellschaft wider.

Minimierung des Kreditrisikos durch Beschränkung auf Gilts und Investment Grade Corporate Bonds. Die Anlagerichtlinien sehen ferner vor, dass maximal GBP 350.000 bzw. 5% des Anlagevolumens in eine einzelne Anlage investiert werden dürfen.

Cashflow-basierte Kennzahlen

✦ Cashflows.

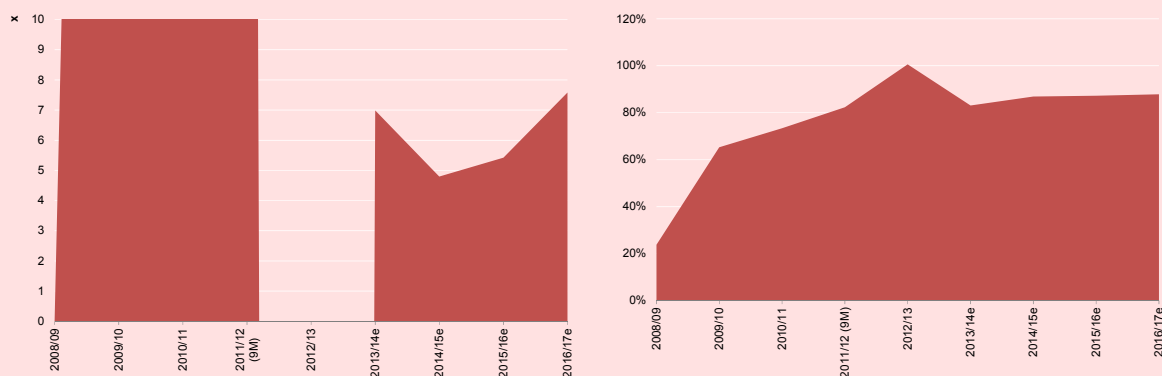
Abgesehen von der Mittelstandsanleihe hat Enterprise Holdings keine weiteren zinstragenden Verbindlichkeiten. Die Zinszahlungen liegen daher in Höhe von knapp GBP 2,0 Mio. p. a. Die Kennzahl **EBIT/Zinsaufwand**, auch bekannt als Zinsdeckungsgrad oder Interest Coverage Ratio (ICR), misst, inwieweit das Ergebnis vor Zinsen auf Finanzverbindlichkeiten und Steuern die jährlichen Zinsaufwendungen übersteigt. Nach unseren Schätzungen wird der Zinsdeckungsgrad im laufenden Jahr bei 7,0x liegen und am Ende unserer Planungsphase 7,6x erreichen.

Die **Combined Ratio** misst als eine der wichtigsten Versicherungskennzahlen die Profitabilität einer Versicherung; rechnerisch wird sie als Summe aus Schaden- und Kostenquote ermittelt. Insbesondere die Schadenquote (Loss Ratio) als Quotient der Aufwendungen für Versicherungsfälle und der verdienten Nettoprämien ist eine wesentliche Ursache für eine Volatilität der Ergebnisse. Aufgrund von zwei schwach performenden Kfz-Versicherungen lag die Schadenquote im vergangenen Jahr bei einem für Enterprise Holdings hohen Wert von 68,4%; zum Vergleich: Im Zeitraum 2008/09-2011/12 lag die Schadenquote zwischen 21,3% und 61,0%. Wir gehen davon aus, dass sich nach Beendigung dieser beiden Kfz-Versicherungen bereits im laufenden Geschäftsjahr wieder Werte einstellen werden, die uns aus den Vorjahren bekannt sind.

Laufende Erträge aus Kapitalanlagen sind Teil des operativen Ergebnisses (EBIT)

Im vergangenen Jahr lag die Combined Ratio für Enterprise Holdings bei über 100%. Ursächlich hierfür waren insbesondere Einmaleffekte, die in den folgenden Jahren nicht mehr anfallen sollten.

ABBILDUNG 4: EBIT-ICR (LS) UND COMBINED RATIO (RS)



QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL PROGNOSEN

FCF sollte auf attraktivem Niveau bleiben

Der freie Cashflow (FCF) ist der um die jährlichen Nettoinvestitionen gekürzte operative Cashflow, der theoretisch für Ausschüttungen an die Anteilseigner und für Akquisitionen zur Verfügung steht. Wir haben bei der Darstellung der Kennzahlen den freien Cashflow und die jährlichen Zinsverpflichtungen zuzüglich Rückzahlungsverpflichtungen einander gegenübergestellt. Ein Verhältnis von größer eins zeigt an, dass in einem Unternehmen auch nach der Bedienung der jährlichen Zahlungs- und Rückzahlungsverpflichtungen freie Cashflows für diskretionäre Entscheidungen des Managements zur Verfügung stehen. Das Ergebnis gibt daher eine deutlich konservativere Einschätzung hinsichtlich der Fähigkeit eines Gläubigers seinen laufenden Zinszahlungs- und Tilgungsverpflichtungen nachzukommen wider, als die häufig verwendete DSCR (Debt Service Coverage Ratio) als Verhältnis von Barmitteln zu Zins-, Tilgungs- und Leasingverpflichtungen.

Die Ausgestaltung der Covenants, u. a. restriction on payments und Ausschüttungssperre, tragen zu einer gläubigerfreundlichen Entwicklung der freien Cashflows bei.

TABELLE 7: CASHFLOW

		08/09	09/10	10/11	11/12*	12/13	13/14e	14/15e	15/16e	16/17e
Operativer Cashflow	GBP Mio.	2,0	7,8	11,1	8,5	1,3	5,9	18,5	22,3	26,4
Investiver Cashflow	GBP Mio.	0,0	-0,1	-0,9	-0,8	-0,1	0,4	-0,7	-0,8	-0,9
Freier Cashflow	GBP Mio.	2,0	7,7	10,3	7,6	1,5	4,0	16,2	20,0	24,6
Finanz-Cashflow	GBP Mio.	0,0	-0,9	0,0	0,0	17,8	9,2	0,0	0,0	-28,0

* Neunmonatiges Rumpfgeschäftsjahr

QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL PROGNOSEN

White Label-Nischenversicherung

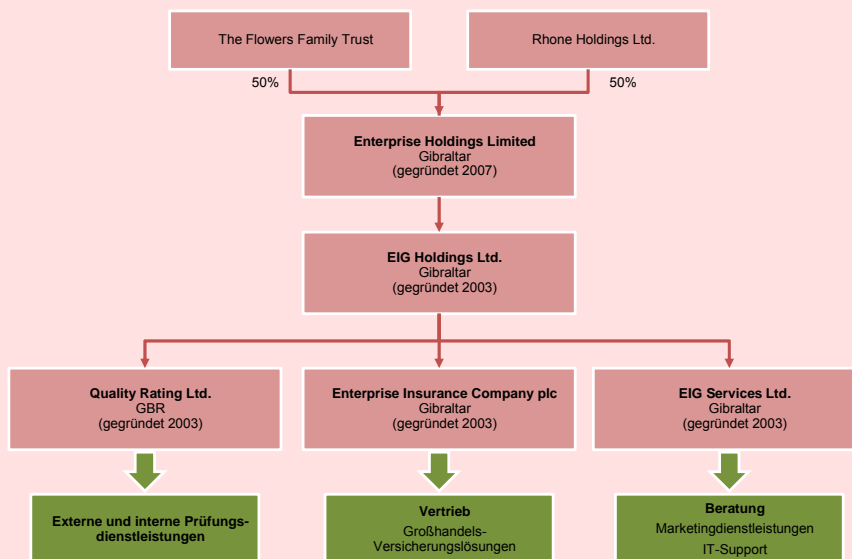
Kerngeschäft der in Gibraltar ansässigen Enterprise Holdings Ltd. ist das Underwriting von Sach- und Unfallversicherungen, die von externen und spezialisierten Partnern vertrieben und administriert werden. Dabei konzentriert sich das Unternehmen auf hochprofitable Nischenmärkte im Bereich von u. a. Automobilversicherungen (Haftpflicht-, Vollkasko-, GAP- und Selbstbehaltsversicherung), Gewährleistungs-, Rechtsschutz-, Mietkautions- oder Haustierkrankenversicherungen, und zwar bevorzugt in wenig wettbewerbsintensiven Märkten.

Stark skalierbares Geschäftsmodell

Die Märkte, in denen Enterprise Holdings aktiv ist, sind überwiegend hochprofitable Nischenmärkte, die – bedingt durch die Größe und das speziell benötigte Know-how – von den etablierten und zumeist weltweit tätigen Versicherungskonzernen nicht bearbeitet werden (können). Dies führt zu einer deutlichen Reduzierung der Wettbewerbsintensität. Zur Realisierung von Skaleneffekten arbeitet Enterprise Holdings im Vertrieb mit Partnern zusammen, darunter Versicherungsagenten und -makler, Clubs, Affinity Groups und große Unternehmen. Da die Administration der Policen vollständig bei den Vertriebspartnern verbleibt, kann sich Enterprise Holdings auf seine Kernkompetenzen, insbesondere die Bewertung von Risiken und das Underwriting der Versicherungen, konzentrieren. Zum Erhalt einer schlanken Kostenstruktur, wird zudem für eine Vielzahl administrativer Themen sowie die IT auf spezialisierte Outsourcing-Partner zurückgegriffen. Enterprise Holdings verfügt über ein skalierbares Geschäftsmodell mit niedriger Kostenbasis, wodurch in den jeweiligen Zielmärkten beachtliche Margen erzielt werden können.

Im Fokus stehen Geschäftsmodelle mit geringer Wettbewerbsintensität in ausgewählten Nischenmärkten.

ABBILDUNG 5: ORGANIGRAMM



Enterprise Holdings Ltd. ist das Mutterunternehmen der EIG Holdings. Die Tochter Enterprise Insurance Company plc (EIC) ist das durch die jeweiligen Aufsichtsbehörden regulierte Versicherungsunternehmen. Die EIG Services Ltd. erbringt administrative Dienstleistungen wie Marketing- und IT-Services für die gesamte Gruppe. Die Quality Rating Ltd. führt Prüfungsdienstleistungen für das Schwesterunternehmen EIC aus. Im Durchschnitt des vergangenen Jahres beschäftigte die Gruppe 32 Mitarbeiter.

QUELLE: SPHENE CAPITAL

Sieben verschiedene Produktgruppen

Enterprise Holdings bietet aktuell folgende Versicherungsdienstleistungen an:

- ✦ Haftpflicht- und Vollkaskoversicherungen für Automobile,
- ✦ GAP-Versicherungen für Automobile („Guaranteed Asset Protection“),
- ✦ Gewährleistungsversicherungen für Automobile, Möbel und Schmuck,
- ✦ Mietkautionsversicherungen,
- ✦ Selbstbehaltsversicherungen,

Verschiedene Produktgruppen in diversen Nischenmärkten

- ✦ Rechtsschutzversicherungen und
- ✦ Haustierkrankenversicherungen.

Haftpflicht- und Vollkaskoversicherungen für Automobile

Enterprise Holdings bietet über diverse Vertriebspartner, u. a. über „The AA“ und die „ELPA“, den britischen und griechischen Pendanten zum deutschen ADAC, Automobil-Haftpflicht- und -Vollkaskoversicherungen an. Ein Schwerpunkt der Tätigkeit liegt dabei auf sog. Flottenversicherungen, d. h. Lösungen zur Versicherung größerer Fuhrparks, aber auch auf innovativen Versicherungslösungen in kleinteiligen Nischenmärkten. Darunter fallen zum Beispiel Limousinen, die von Chauffeuren gefahren werden, Taxis, Caravans, Camping-Fahrzeuge, spezielle Allradfahrzeuge, Fahrschulfahrzeuge sowie Oldtimer.

Kfz-Versicherungslösungen für Flotten und Nischenmärkte

Um einen kleinen Einblick in die Mechanik bestimmter Nischenmärkte zu geben, sollen zwei Beispiele etwas detaillierter vorgestellt werden:

✦ **Versicherung für Kunden mit schlechter Bonität ohne Zugang zu regulärem Versicherungsschutz (Beispiel Frankreich)**

Nicht nur in Frankreich sind Automobilversicherungen an die Bonität der Kunden gebunden. Im Extremfall bilden sich Gruppen von nahezu unversicherbaren Autofahrern heraus. Allerdings kann es sich als eine höchst profitable Nische erweisen, diesen Kunden Versicherungsschutz zu einer dann jedoch deutlich höheren Prämie anzubieten. Langzeitrisiken können vermieden werden, indem Enterprise Holdings ein jährliches Kündigungsrecht eingeräumt wird.

✦ **Versicherung für Agenten und Mitarbeiter des britischen Geheimdienstes**

Bei Abschluss einer Automobilversicherung ist in Großbritannien die Angabe des ausgeübten Berufes verpflichtend. Mitarbeitern des britischen Secret Service ist die Angabe ihrer beruflichen Tätigkeit jedoch teilweise aus Verschwiegenheitsgründen untersagt. Über einen speziellen Vermittler kann Enterprise Holdings diesem Personenkreis eine Versicherung anbieten. Da meist eine spezielle Fahrerausbildung Bestandteil der Berufsausbildung dieses Personenkreises ist, liegen die Schadenquoten weit unter dem Landesdurchschnitt.

Die Laufzeiten der Automobilversicherungsverträge betragen bei Enterprise Holdings üblicherweise ein Jahr. Ungewollte Risiken können daher relativ zeitnah durch Enterprise Holdings aus den Büchern genommen werden. Dass dies nicht nur in der Theorie gilt, zeigen zwei im Vorjahr schwach performende Kfz-Versicherungen, die Enterprise Holdings zwischenzeitlich aus dem Produktangebot gestrichen hat. Geografisch ist das Automobilsegment auf Großbritannien, Frankreich, Griechenland und Italien verteilt, ländertypischen Besonderheiten wird dabei über den spezifischen Zuschnitt der Produkte durch die Vertriebspartner Rechnung getragen.

GAP-Versicherungen für Automobile (Guaranteed Asset Protection)

Hierzulande sind GAP-Versicherungen ausschließlich in Verbindung mit Leasingverträgen bekannt: Liegt der im Falle eines Diebstahls oder Totalschadens von der Versicherung ermittelte Zeitwert des Fahrzeugs unterhalb der zu bezahlenden Restzahlung aus dem Leasingvertrag, wird diese Lücke durch eine sog. GAP-Versicherung überbrückt. Im Unterschied zu den von Enterprise Holdings angebotenen GAP-Versicherungen ist dieser Zusatzschutz in Deutschland mit einer bestehenden Vollkaskoversicherung verknüpft und kann zudem in der Regel nur für Leasingfahrzeuge oder Neuwagen abgeschlossen werden.

Ersatz des Anschaffungswertes bei Diebstahl oder Totalschaden

Enterprise Holdings bietet demgegenüber für Automobile, Motorräder und Wohnmobile einen vergleichbaren Schutz als Zusatzversicherung an, unabhängig davon, bei welchem Versicherer eine Vollkasko-Versicherung besteht (ein Nachweis über das Bestehen einer solchen ist jedoch für den Kunden verpflichtend). Zum Abschlusszeitpunkt wird der aktuelle Zeitwert des Fahrzeugs nach dem Glass's Guide (analog der deutschen Schwacke-Liste) definiert. Tritt ein Versicherungsfall ein, wird dem Versicherten die Differenz zwischen dem von seiner Primärversicherung erstatteten Zeitwert und dem Wert zum Zeitpunkt des Versicherungsabschlusses erstattet. Ein Kunde von Enterprise Holdings erhält durch diese Zusatzversicherung die Garantie, in einem Schadens- oder Diebstahlsfall – unabhängig von der tatsächlichen Wertentwicklung des Fahrzeugs –

entschädigt zu werden, was ihm die Anschaffung eines gleichwertigen Fahrzeugs ermöglicht.

Gewährleistungsversicherungen für Automobile, Möbel und Schmuck

Über diverse Vertriebspartner bietet Enterprise Holdings Versicherungen an, die Gewährleistungsansprüche nach Ablauf der gesetzlichen Gewährleistungsfrist abdecken oder höhere Gewährleistungsansprüche bieten, als diese entsprechend der gesetzlichen Regelungen gegeben wären. Dabei werden folgende Produktgruppen abgedeckt:

- ✦ Automobile,
- ✦ Möbel und
- ✦ Schmuck.

Wie bei allen anderen Produktgruppen wird auch hier im Vertrieb auf externe Partner zurückgegriffen, für den Automobilbereich auf „The AA“ und den Broker „Motor Direct“, für Möbel und Schmuck u. a. auf das Handelsunternehmen ARGOS. Im Automobilbereich kann die Gewährleistung individuell nach Kundenwünschen zusammengestellt werden, bei Möbeln und Schmuck können die angebotenen Versicherungsleistungen zu Paketen zusammengefasst werden, deren Prämien sich ausschließlich am Preis der zu versichernden Objekte orientieren. Da in beiden Fällen der Vertrieb der Policen zusammen mit dem Verkauf der jeweiligen Produkte erfolgt, hält sich der Mehraufwand der Vertriebspartner in Grenzen. Die Preissensitivität der Kunden ist, verglichen mit anderen Versicherungs-Teilmärkten, unterdurchschnittlich: Ein Käufer eines Regals bei ARGOS, der für dieses Möbelstück eine zusätzliche Gewährleistungsversicherung abschließen möchte, wird in der Regel den durch den Einzelhändler mit angebotenen Versicherungsschutz wählen. Ein intensiver Preisvergleich ist wenig praktikabel, ja letztlich sogar unmöglich.

Mietkautionsversicherungen

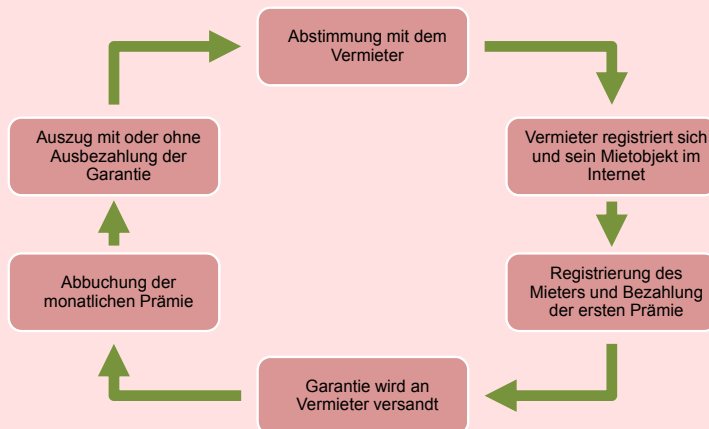
Auch wenn Mietkautionsversicherungen lediglich einen kleinen Geschäftsbereich von Enterprise Holdings darstellen, lassen sich am Beispiel dieses Nischenmarktes sehr gut die typischen Markttreiber in den von Enterprise Holdings bearbeiteten Feldern aufzeigen. Kernidee einer Mietkautionsversicherung ist die Reduzierung der Kapitalbindung aus Sicht eines Mieters, die durch die Hinterlegung einer Mietkaution entsteht. Akzeptiert ein Vermieter anstelle der Kautionshinterlegung eine Bürgschaft durch die Versicherung, dann kann das übliche Verfahren einer Mietkaution durch ein Schuldversprechen der Enterprise Holdings ersetzt werden. Der Mieter zahlt im Gegenzug eine monatliche Prämie an die Versicherung. Sind bei einem Auszug vom Mieter zu verantwortende Mängel an der Wohnung festzustellen, wird dem Vermieter der Schaden in Höhe der vereinbarten Garantiesumme ersetzt. Dies bedeutet nicht, dass sich der verursachende Mieter schadfrei halten kann; dieser ist vielmehr nach wie vor gegenüber der Versicherung zum Ersatz der entstandenen Kosten verpflichtet. Anders als vielleicht auf den ersten Blick zu vermuten, handelt es sich bei einer Mietkautionsversicherung also nicht um eine Absicherung selbstverursachter Schäden an einer Mietwohnung, sondern um eine Versicherungsgarantie, welche den sofortigen Kapitalaufwand des Mieters durch die Zahlung einer monatlichen Prämie ersetzt.

Das Risiko für Enterprise Holdings liegt daher in der Bonität des Versicherungsnehmers im Fall eines Schadens. Ähnlich wie bei einem gewöhnlichen Konsumentenkredit lässt sich dieses Risiko jedoch durch die Ausgestaltung der Versicherungsbedingungen und die Bepreisung der erwarteten Ausfallraten gut kalkulieren. Für den Vermieter wiederum kann die Garantie durch eine Versicherung interessanter sein als die aufwendige Administration vieler Kautionskonten.

Über die gesetzliche Garantie hinausreichende Gewährleistung

Ähnlich wie in den anderen Produktsparten bedient sich Enterprise Holdings hier externer Vertriebspartner, z. B. Tenantdeposit.com, dem Internetangebot eines in Gibraltar ansässigen Brokerunternehmens namens Monitor Insurance Service.

ABBILDUNG 6: ABLAUF EINER MIETKAUTIONSVERSICHERUNG



Nach Akzeptanz durch den Vermieter kann der Mieter die Hinterlegung einer Kautions durch die Zahlung einer monatlichen Prämie ersetzen. Der Vermieter bekommt im Gegenzug eine entsprechende Garantie durch Enterprise Holdings. Dennoch entsteht kein Moral-Hazard: Treten Schäden auf, ist der Mieter der Versicherung zum Ersatz verpflichtet.

QUELLE: SPHENE CAPITAL

Selbstbehaltsversicherungen

Hierbei handelt es sich um eine Zusatzversicherung, die den Selbstbehalt einer Vollkaskoversicherung im Fall eines Totalschadens abdeckt. Aus Sicht des Versicherers ist die Wahrscheinlichkeit eines Totalschadens gut prognostizierbar und tritt zudem relativ selten auf. In den vergangenen Jahren hat Enterprise Holdings laut Angaben des Managements Schäden in Höhe von lediglich ca. 30% der Bruttoprämieneinnahmen ausbezahlt. Der Abschluss einer Selbstbehaltsversicherung ist nie eine notwendige Absicherung, sondern lediglich eine (komfortable) Zusatzabsicherung, für die entsprechend hoch bepreiste Prämien verlangt werden können.

Versicherung greift nur im Fall eines Totalschadens, dieser tritt jedoch äußerst selten auf

Rechtsschutzversicherungen

Enterprise Holdings schreibt Rechtsschutzversicherungen mit den unterschiedlichsten Ausgestaltungen. Einer der bearbeiteten Märkte sind Rechtsschutzversicherungen innerhalb einer Reiseversicherung (Reiserücktritt, Reisekrankenversicherung etc.). Hierbei tritt Enterprise Holdings zwar nach außen als Versicherer auf, vertriebsseitig sind die Versicherungen jedoch nur einzelne Komponenten innerhalb eines Gesamtpaketes. Rechtsschutzversicherungspakete werden zum Beispiel über britische Anwälte vertrieben. Diese nutzen das Angebot von Enterprise Holdings zur Absatzfinanzierung. Durch einen Katalog von Kriterien und Regeln, wer und was versicherbar ist, sowie ein enges Monitoring und kurze Laufzeiten der Policen (in der Regel ein Jahr) wird eine Berechenbarkeit der Schadenshäufigkeiten sichergestellt.

„Trittbrettfahrer“ eines Paketanbieters

Haustierkrankenversicherungen

In Österreich bietet Enterprise Holdings Haustierkrankenversicherungen an. Im Unterschied zu anderen europäischen Märkten ist der Markt für Haustierkrankenversicherungen in Österreich weitgehend unerschlossen. Als Vertriebspartner treten die österreichischen Veterinärarztpraxen auf. Anders als in entwickelten Märkten wie Großbritannien lassen sich dabei in Österreich deutlich höhere Prämien realisieren, ohne dass bei österreichischen Haustieren häufigere Krankheitsfälle zu erwarten wären.

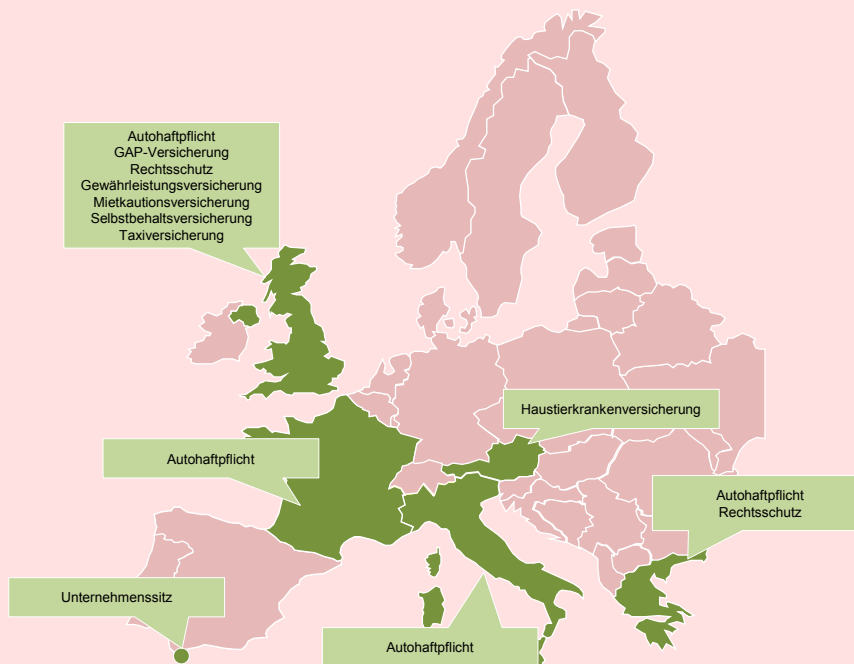
Österreichische Tiere werden nicht häufiger krank als britische

Geographische Präsenz

Enterprise Holdings ist derzeit in vier europäischen Ländern aktiv. Der Schwerpunkt des Geschäfts liegt in Großbritannien. Die Fokussierung auf das Kerngeschäft – das Underwriting und Management von Versicherungen – ermöglicht es Enterprise Holdings, zusammen mit neuen regionalen Vertriebspartnern, Skaleneffekte durch den Roll-Out des Produktspektrums in weitere Märkte zu heben. Dabei wird das aktuarische (versicherungsmathematische) Wissen aus bereits bearbeiteten Märkten in den neuen Märkten genutzt, ohne dass durch den Aufbau einer eigenen Organisation vor Ort Zeit und Flexibilität verloren gehen. Zusätzlich zu den aktuell bearbeiteten Märkten war Enterprise Holdings in der Vergangenheit bereits in Norwegen, Belgien und Irland aktiv, hat sich jedoch aus diesen wieder zurückgezogen.

Flexibler Roll-Out der Produkte in neuen Märkten

ABBILDUNG 7: GEOGRAPHISCHE PRÄSENZ



Derzeit ist Enterprise Holdings in fünf europäischen Märkten aktiv, der größte Teil der Bruttoprämien wird in Großbritannien erzielt.

QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL

Zulassung durch Regulierungsbehörde in Gibraltar und Passporting

Die operative Tochter der Enterprise Holdings, Enterprise Insurance Company plc, ist durch die Aufsichtsbehörde in Gibraltar, die Financial Services Commission FSC reguliert. Aufgrund des Status Gibaltars als britisches Überseegebiet wird die Regulierung von der britischen Finanzaufsicht UK Financial Services Authority durch das sogenannte „Passporting“ anerkannt. In Gibraltar niedergelassene Versicherungsunternehmen besitzen dadurch Zugang zum EU-Binnenmarkt und können in allen Produktbereichen, für die eine Zulassung besteht, Geschäfte in allen EU-Mitgliedsstaaten betreiben. Aktuell besitzt Enterprise Holdings die Zulassung für das folgende Produktspektrum durch die FSC:

Präsenz in allen EU-Staaten möglich

- ✦ Class 1: Unfallversicherung
- ✦ Class 2: Krankheit
- ✦ Class 3: Fahrzeuge (zu Land, keine Schienenfahrzeuge)
- ✦ Class 7: Speditionsgüter
- ✦ Class 8: Feuer- und Naturschäden
- ✦ Class 9: Sachversicherung
- ✦ Class 10: Motorhaftpflicht
- ✦ Class 13: Generelle Haftpflichtversicherung
- ✦ Class 16: Diverse Vermögensschäden
- ✦ Class 17: Rechtsschutz

In der Regel stellen die angebotenen Versicherungsprodukte eine Kombination aus den oben genannten Erlaubnisklassen dar.

Investmentportfolio

Aufgrund der Asymmetrie des Versicherungsgeschäftes (Prämieneinzahlung heute, Schadensregulierung in der Zukunft) steht dem Unternehmen ein permanenter Bestand an Finanzmitteln zur Verfügung, der investiert werden kann. In der Anlagepolitik dieses sogenannten Floats verfolgt Enterprise Holdings einen konservativen Ansatz: Im Unterschied zur Mehrheit der großen Versicherungskonzerne wird ausschließlich in Corporate Bonds mit Investment Grade-Rating

Breite Diversifizierung und Beschränkung auf Top-Bonitäten

und in britische Staatsanleihen investiert. Zusätzlich wird als Sicherheitsmechanismus eine überdurchschnittlich hohe Cash-Quote gehalten. Als Portfoliomanager ist die Schweizer Privatbank Lombard Odier mandatiert. U. a. werden die folgenden Vorgaben an den Portfoliomanager gestellt:

- ✦ Höchstmögliches Exposure in einem Einzelwert: GBP 350.000 bzw. 5,0% des Anlagevolumens;
- ✦ Anlage ausschließlich in Investment Grade Bonds (d. h. mit Rating besser als BBB-).

Ende Oktober 2013 umfasste der Float ein Volumen von GBP 32,7 Mio. Im vergangenen Jahr konnte damit eine Rendite von rund 2,5% erzielt werden. Das Portfolio umfasst Positionen in verschiedenen Währungen, so dass ein natürlicher Währungshedge in Höhe der erwarteten Schadensregulierungen in den unterschiedlichen Märkten bestehen dürfte. Die Duration der Anleihen beträgt nach Angaben des Managements im Durchschnitt knapp 2,8 Jahre.

Unternehmensgeschichte, Management und Strategie

Enterprise Holdings konnte in den vergangenen drei Jahren Wachstumsraten von 85,8% p. a. (bezogen auf die annualisierten Bruttoprämien) vorweisen. Insbesondere seit der Übernahme der Gesellschaft durch das aktuelle Management um Andrew Flowers wurden die Geschäftsaktivitäten signifikant ausgeweitet. In Zukunft will das Unternehmen durch organisches Wachstum weitere Märkte mit seinem Produktportfolio erschließen, darunter u. a. nach der Erteilung einer Lizenz die Vereinigten Arabischen Emirate. Die hohe Skalierbarkeit des Geschäftsmodells und die historisch belegbare Versicherungsexpertise des Managements stellen die Hauptfaktoren für unsere Einschätzung einer positiven zukünftigen Weiterentwicklung der Gesellschaft dar.

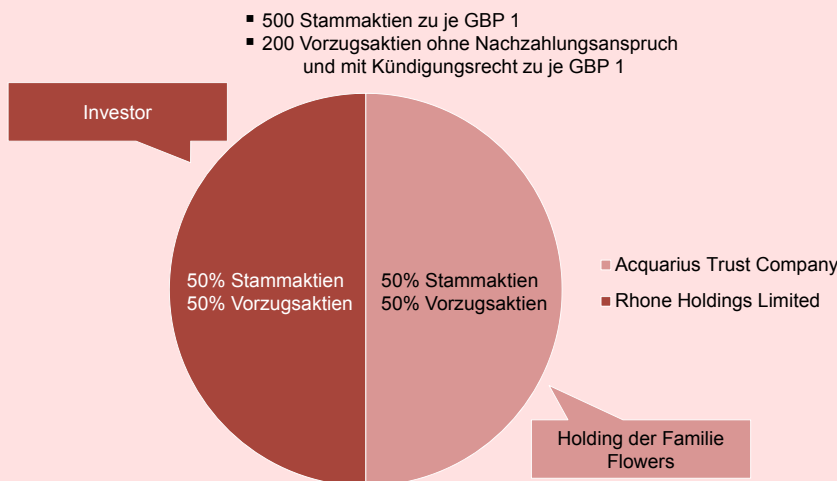
Überblick über die Unternehmensgeschichte

Der CEO der Gesellschaft, Andrew John Flowers, war bereits im Jahre 1999 mit einer Vorgängerfirma der Gesellschaft (der IOMA Group) im Versicherungsgeschäft tätig. Diese Versicherungsgruppe hatte ihren juristischen Sitz auf der Isle of Man. Gesetzliche Änderungen hatten zur Folge, dass zum Betrieb eines Versicherungsgeschäfts innerhalb der EU eine EU-basierte Versicherungslizenz verpflichtend wurde. Da die Isle of Man als direkter Kronbesitz des britischen Königreichs (crown dependency) zwar der britischen Krone unterstellt ist, jedoch weder Mitglied des Vereinigten Königreiches noch der EU ist, gibt es für dort domizilierte Versicherungsunternehmen keine Möglichkeit, mittels Passporting eine solche Lizenz zu erlangen. Daher wurde der Firmensitz im Jahr 2004 nach Gibraltar verlegt und eine Versicherungslizenz beantragt, mit der aufgrund der EU-Mitgliedschaft des Vereinigten Königreiches zugleich eine Zulassung für Finanzdienstleistungen in den übrigen EU-Staaten verbunden war.

Domizilierung in Gibraltar und Management-Buy-Out in 2007

2007 wurde die Gruppe durch die Emittentin der Anleihe, die Enterprise Holdings Ltd. (zuvor ADYE Holdings Ltd.) mittels eines Management-Buy-Outs erworben. Die Aktionärsstruktur der Gesellschaft stellt sich seitdem wie folgt dar:

ABBILDUNG 8: AKTIONÄRSSTRUKTUR



Im Rahmen des MBO beteiligten sich ein Vehikel der Familie Flowers und ein weiterer Investor an der Gesellschaft.

QUELLE: UNTERNEHMENANGABEN, SPHENE CAPITAL

Einschätzung des Managements

Wie im anglo-amerikanischen Raum üblich, wird das Unternehmen von einem monistischen One-Tier-Board geleitet, in dem sich das Management aus einem einzigen Board zusammensetzt. In diesem sind sowohl operativ tätige Executive Directors als auch Non-Executive Board Members vertreten, welche wiederum mit deutschen Aufsichtsräten vergleichbar sind:

Monistisches Board, erfahrenes und unabhängiges Management Board

✦ Andrew John Flowers (Chairman und Managing Director)

Bei Enterprise Holdings ist Andrew Flowers maßgeblich für die Entwicklung und die Implementierung neuer Versicherungsprodukte, die Steuerung und

Kontrolle der Performance der kompletten Unternehmensgruppe sowie die Beziehungen zu den Regulierungsbehörden in Gibraltar verantwortlich. Nach dem Management-Buy-Out 2007 wurden unter der Verantwortung von Andrew Flowers eine Reihe von innovativen Versicherungsprodukten am Markt lanciert und eine Vielzahl von Nischenmärkten erfolgreich besetzt. Vor seiner Verantwortungsübernahme als Managing Director von Enterprise Holdings hielt Andrew Flowers diverse Positionen in der On- und Offshore Finanzindustrie in UK inne, u. a. war er in leitenden Funktionen beim Vorgängerunternehmen IOMA Insurance Company, deren Tochterunternehmen Litigation Plan Limited, dem Versicherungskonzern Alliance & Leicester plc sowie bei der National Westminster Bank plc tätig.

✦ **Keith Newing (Group Finance Director)**

Vor seiner Tätigkeit für Enterprise Holdings war Keith Newing als Controller, Berater, Analyst und Buchhalter für eine Reihe von Unternehmen der britischen Finanzindustrie und für verschiedene Industrie- und Handelsunternehmen tätig (darunter u. a. The Body Shop, GMAC, Family Assurance Friendly Society und Allied Domecq Spirits and Wine). Bei Enterprise Holdings verantwortet Keith Newing alle Aspekte des Finanzbereiches mit direkter Verantwortung gegenüber dem Board of Directors. Er sitzt im Underwriting und Investment Committee des Unternehmens.

✦ **Nicholas Peter Cruz (Non-Executive Director)**

Nicholas Cruz ist Anwalt und Partner der Kanzlei Cruz & Co. Er ist Direktor der Acquarius Company Secretaries Ltd., einem Unternehmen, das administrative Dienstleistungen für Enterprise Holdings erbringt. Erfahrung in der Versicherungsbranche konnte Nicholas Cruz als Direktor bei der Vorgängerkfirma des Unternehmens, der IOMA Group, und durch seine anwaltliche Tätigkeit im Versicherungsbereich sammeln.

✦ **James Edwin Jacobsen (Non-Executive Director)**

James Jacobsen ist Anwalt und seit 2004 für das Londoner Notariat Streathers Solicitors tätig. Er ist spezialisiert auf Unternehmensrecht und Trust-Gesellschaften.

✦ **Paul Walter Joseph Martinez (Non-Executive Director)**

Paul Martinez ist Leiter und Gründer des Versicherungsmaklerunternehmens Martinez & Partners Ltd. Die Schwerpunkte seiner Tätigkeit liegen im Maklergeschäft für High-Networth-Familien und sog. Binding Authorities des Lloyds Versicherungsmarktes.

Strategische Weiterentwicklung des Geschäftsmodells

Die Struktur und das Geschäftsmodell von Enterprise Holdings sind geprägt von einer hohen Skalierbarkeit und der Besetzung überdurchschnittlich profitabler Nischenmärkte mit spezialisierten Versicherungsprodukten. Dieses Modell soll nach Angaben des Managements auch in Zukunft fortgeführt werden. Dabei sollen nach und nach existierende Produkte in neuen geographischen Märkten angeboten sowie weitere Nischenmärkte mit innovativen Produkten erschlossen werden. Durch die bestehenden Lizenzen der Regulierungsbehörden von Gibraltar und Großbritannien kann dieses Geschäftsmodell in den wesentlichen EU-Mitgliedsstaaten umgesetzt werden.

Zusätzlich strebt das Unternehmen nach Erteilung einer entsprechenden Lizenz an, mit dem gleichen Ansatz in den Vereinigten Arabischen Emiraten aktiv zu werden und dort über externe Vertriebspartner Versicherungen in Nischensegmenten anzubieten.

Neugeschäft lediglich durch Kapitalanforderungen limitiert

Stärken und Schwächen, Chancen und Risiken

Als Versicherungsboutique mit Fokus auf Nischenmärkte im Sach- und Unfallversicherungsbereich kann Enterprise Holdings entgegen dem Markttrend hohe Profitabilitätskennzahlen erzielen. In Zukunft lassen sich durch die Skalierbarkeit des Geschäftsmodells neue geographische Märkte und neue Produktsegmente erschließen.

Als Versicherungsunternehmen ist Enterprise Holdings Risiken aus dem Versicherungsgeschäft und seinen Investments und Anlagen ausgesetzt. Diesen Risiken begegnet das Unternehmen durch ein striktes Risikomanagement, die eigenen Underwriting-Aktivitäten und den gezielten Einsatz von Rückversicherungen. Im Rahmen einer disziplinierten und konservativen Anlagepolitik werden Risiken in den Finanzanlagen durch eine breite Diversifizierung und eine Konzentration auf britische Staatsanleihen sowie Corporate Bonds besser Bonität reduziert.

Wir haben folgende unternehmensbezogene **Stärken** von Enterprise Holdings **Stärken** herausgearbeitet:

- ✦ In den vergangenen Jahren hat das Unternehmen bewiesen, dass es in der Lage ist, erfolgreich Nischenmärkte zu besetzen. Das starke Wachstum der Bruttoprämien belegt die Attraktivität der Produkte von Enterprise Holdings in den verschiedenen Marktnischen sowie die Kompetenz des Managements, diese herauszuarbeiten und zu besetzen.
- ✦ Durch den Vertrieb über externe Partner gelingt es Enterprise Holding die Kostenbasis niedrig zu halten. Zusätzlich wird die Entwicklung neuer Märkte mit Hilfe lokaler Partner zügig und ohne die Inkaufnahme unnötiger Risiken umgesetzt. Das Geschäftsmodell ist daher stark skalierbar.
- ✦ Die von Enterprise Holdings bedienten Marktsegmente sind überdurchschnittlich margenstark, teilweise – wie etwa im Automobilbereich – sogar gegen den Branchentrend. Durch die Kombination von Kostenführerschaft und überdurchschnittlicher Preissetzungsmacht in den bearbeiteten Märkten ergeben sich wiederkehrende Erlöspotenziale. Diese zeigen sich insbesondere in der starken Entwicklung des Versicherungsergebnisses in den vergangenen Jahren.
- ✦ Die Angaben gemäß gute Reputation des Unternehmens bei seinen Vertriebspartnern stellt nach u. E. eine nicht unerhebliche Markteintrittsbarriere für potenzielle Wettbewerber dar.
- ✦ Durch die Einnahme von Prämien heute und die Auszahlung von Schäden in der Zukunft kann Enterprise Holdings einen permanenten Kapitalstock aufbauen, der wiederum auf eigene Rechnung investiert werden kann. Das geplante zukünftige Wachstum wird nach u. E. dafür sorgen, dass dieser sog. Float von aktuell GBP 32,7 Mio. weiter anwachsen wird. Eine konsequente Investitionspolitik in Investment Grade Corporate Bonds und UK Gilts sollte eine stabile Entwicklung des Finanzanlageergebnisses ermöglichen.
- ✦ Das Geschäft von Enterprise Holdings ist geographisch breit gestreut und auf unterschiedliche externe Vertriebspartner verteilt.
- ✦ Mit ca. 1 Mio. geschriebenen Policen verfügt Enterprise Holdings über eine breit diversifizierte Kundenbasis. Abhängigkeiten können nicht ausgemacht werden.
- ✦ Vertragslaufzeiten von üblicherweise einem Jahr ermöglichen Enterprise Holdings eine hohe Flexibilität gegenüber sich ändernden Marktgegebenheiten, bis hin zur vollständigen Aufgabe einzelner Produktgruppen.
- ✦ Enterprise Holdings ist bei Rückversicherern versichert, die ausschließlich ein besseres Rating als A aufweisen; darunter befindet sich eine Quoten-Rückversicherung bei einem der weltweit führenden Rückversicherungsunternehmen. Dieses bietet eine solche Versicherung aktuell nur einer begrenzten Anzahl von Versicherungen an, so dass dies nach u. E. ein großer Vertrauensbeweis in die Underwriting-Qualitäten des Enterprise Holdings Managements ist. Durch diese Rückversicherungspolitik begrenzt Enterprise Holdings die Risiken auf maximal GBP 0,5 Mio. je Einzelpolice.

Wir sehen die folgenden unternehmensbezogenen **Schwächen** von Enterprise Holdings:

Schwächen

- ✦ Enterprise Holdings besitzt keinen direkten Zugang zu den Kunden, sondern ist vom Erfolg seiner Vertriebspartner abhängig, sowohl bezüglich der Generierung von Neugeschäft als auch bezüglich der Verlängerung bestehender Policen. Stornierungen spielen aufgrund der kurzen Vertragslaufzeiten von durchschnittlich einem Jahr nach u. E. keine Rolle.
- ✦ Die Margenstärke der Vorjahre resultierte nach u. E. zu einem großen Teil aus den Aktivitäten in kleinvolumigen Nischenmärkten. Noch ist nicht bewiesen, dass das Unternehmen auch mit zunehmender Größe in der Lage sein wird, die adressierten profitablen Nischenmärkte zu behaupten und neue Märkte zu identifizieren und zu entwickeln.
- ✦ Die weitere Entwicklung der Unternehmensgruppe ist stark personenabhängig, insbesondere vom Firmengründer und Managing Director Andrew Flowers.
- ✦ Die übliche Laufzeit der Versicherungsverträge von ca. einem Jahr erschwert die Prognostizierbarkeit der Prämieinnahmen. Zusätzlich sorgen die Duration der Finanzanlagen von aktuell knapp 2,8 Jahren und die damit einhergehende Fristen-Inkongruenz für einen permanenten Druck, Neugeschäft zu schreiben.
- ✦ Ein wesentlicher Erfolgsfaktor für die zukünftige Positionierung von Enterprise Holdings bleibt die Identifizierung wenig beachteter Marktnischen und innovativer Versicherungsprodukte sowie die konsequente Umsetzung der bisherigen Anlagepolitik des Unternehmens.
- ✦ Automobilversicherungen stellen den größten Geschäftsbereich des Unternehmens dar. Nicht nur in Großbritannien ist dieser Markt sehr kompetitiv, was in den letzten Jahren bei vielen Versicherungsunternehmen zu versicherungstechnischen Verlusten geführt hat. Es ist nicht auszuschließen, dass der Margendruck zunehmend Konkurrenten in die kleinteiligeren Nischenmärkte von Enterprise Holdings treibt und die dortigen Margen ebenfalls unter Druck geraten.
- ✦ Die Aktivitäten von Enterprise Holdings im griechischen Automobilversicherungsmarkt stellen einen nicht unbeträchtlichen Teil des Geschäftes dar. In einem rezessiven Umfeld könnten auch Versicherungsprämien unter Druck geraten und Policen nicht erneuert werden.
- ✦ In der Vergangenheit fehlte es Enterprise Holdings teilweise an der ausreichenden Kapitalausstattung, um die möglichen Neugeschäfte auf die Bücher zu nehmen. Auch in Zukunft wird die Entwicklung des Unternehmens davon abhängen, die geforderte regulatorische Kapitalausstattung vorzuhalten, um das Wachstum voranzutreiben.
- ✦ Es besteht die Gefahr, dass Enterprise Holdings die angestrebte Lizenz in den Vereinigten Arabischen Emiraten nicht erteilt wird. Sollte die Lizenz erteilt werden besteht durch den anschließenden Markteintritt die Gefahr, dass Enterprise Holdings nicht zuletzt aus Unkenntnis regionaler Besonderheiten operative Fehler begeht, die letztendlich Auswirkungen auf die Ertragslage des Gesamtkonzerns haben können.
- ✦ Vor dem Hintergrund des starken Prämienwachstums der letzten Jahre und der kurzen Unternehmensgeschichte ist ein historischer Vergleich der Kennzahlen nicht bzw. nur eingeschränkt möglich. Einzelne Kennzahlen wie der technische Deckungsgrad sind aus unserer Sicht daher nur eingeschränkt aussagekräftig.

Nachstehende **Chancen** betreffen jedes Unternehmen, das in denselben Industrien wie Enterprise Holdings tätig ist:

Chancen

- ✦ Die von Enterprise Holdings bearbeiteten Nischenmärkte werden bislang nicht durch Marktumwälzungen bedroht, wie etwa durch Internet-Vergleichsportale (sog. Aggregatoren) oder durch Internet-Direktversicherer.
- ✦ Trotz des großen Angebotes an Versicherungen in Europa gibt es nach wie vor unterentwickelte Segmente und Märkte, insbesondere im Bereich von

„Luxusversicherungen“, die nicht zur Absicherung elementarer Lebensrisiken, sondern lediglich dem Komfort und der Risikoaversion der Versicherungsnehmer dienen.

- ✦ Die Nachfrage spezialisierter Vertriebsseinheiten wie Versicherungsagenten und -makler, Clubs und Affinity Groups nach maßgeschneiderten White Label-Versicherungen für ihre jeweilige Klientel sollte auch in Zukunft weiter zunehmen.
- ✦ Unterentwickelte Versicherungsmärkte wie die Vereinigten Arabischen Emirate sollten es auch in Zukunft ermöglichen, margenstarke Versicherungsprodukte zu „importieren“ und so sukzessive Marktanteile zu erobern.
- ✦ Eine adäquate Kapitalausstattung wird nach u. E. auch im Rahmen der zukünftigen Regulierungspolitik der Schlüssel zu Neugeschäft sein. Ein Unternehmen, das durch einen guten Kapitalmarktzugang Haftungskapital auf sich vereinen kann, wird damit Wettbewerbsvorteile generieren.

Nachstehende **Risiken** betreffen jedes Unternehmen, das in denselben Industrien wie Enterprise Holdings tätig ist:

Risiken

- ✦ Das Marktumfeld für Versicherungen ist in Europa von einer hohen Wettbewerbsintensität geprägt. Der Konkurrenzkampf wird sowohl über Preise als auch durch Zusatzangebote wie Serviceleistungen ausgefochten.
- ✦ Das derzeitige Zinsumfeld stellt für jeden Versicherer eine Herausforderung dar. Nach aktuellen Marktmeinungen ist nicht auszuschließen, dass eine lockere Geldpolitik sowohl in Großbritannien als auch in der Euro-Zone noch über Jahre für eine Fortsetzung der aktuellen Zins-Rekordtiefs sorgen wird.
- ✦ Versicherungsunternehmen sind Umweltrisiken ausgesetzt, die teilweise schwer kontrollierbar und einschätzbar sind. Die Gültigkeit von historischen Erfahrungswerten über Schadenshäufigkeiten kann sich im Zeitverlauf verändern und temporär für Belastungen der Margen sorgen.
- ✦ Aufgrund der Bedeutung der Versicherungswirtschaft für die einzelnen Volkswirtschaften sind die Regulierungsanreize hoch. Aus heutiger Sicht ist es schwierig, zukünftige regulatorische Änderungen und deren Auswirkungen auf die einzelnen Geschäftsmodelle zu prognostizieren.

Markt- und Wettbewerbsanalyse

Der Ansatz von Enterprise Holdings ist es, kompetitive Felder des Versicherungsmarktes zu meiden und dafür attraktive und überdurchschnittlich profitable Nischenmärkte zu besetzen. Wegen der geringen Anzahl von Konkurrenten können über dem Branchenschnitt liegende Profitabilitätskennzahlen erzielt werden. Gleichzeitig sichert sich Enterprise Holdings durch die schlanken Strukturen Kostenvorteile, was sich ebenfalls positiv in den Margen niederschlägt.

Die den Nischenmärkten übergeordneten Marktsegmente der Versicherungswirtschaft sind dagegen wettbewerbsintensiv und vielfach durch starke Preiskämpfe gekennzeichnet. Zusätzlich wird die Branche in jüngster Zeit durch die niedrigen Zinsen als Folge Finanz- und Eurokrise belastet. Erfolgsfaktoren für die zukünftige Positionierung von Enterprise Holdings sind daher aus unserer Sicht die Fähigkeit der Identifizierung wenig beachteter Marktnischen und innovativer Versicherungsprodukte sowie eine konsequente Umsetzung der bisherigen Anlagepolitik.

Versicherung als Wette

Ähnlich dem Spiel in einem Casino, das auf klar definierten Wahrscheinlichkeiten beruht, bietet eine Versicherung ihren Kunden ein „Spiel“ auf diverse, klar kalkulierbare Lebensrisiken an. Tritt die Risikosituation ein, wird der Schaden durch die Versicherung beglichen, der Versicherungsnehmer „gewinnt“. Bleibt der Schaden aus, „gewinnt“ das Versicherungsunternehmen. Doch wie auch immer das Spiel endet, über die Summe aller Versicherungsverträge sind die Chancen nicht fair verteilt, da die Summe aller Prämien höher ist als der Erwartungswert der Schäden. Allein die Risikoaversion der Kunden sorgt dafür, dass diese auch zu einer mathematisch nicht angemessenen Prämie bereit sind, die Risiken ihres Lebens abzugeben.

Aufgrund ihrer Risikoaversion sind Menschen bereit, relativ hohe Prämien zur Vermeidung geringer Risiken in Kauf zu nehmen.

Risikowahrnehmung als Treiber für Versicherungsprodukte

Im Unterschied zu einem Individuum kann eine Versicherung die Risiken bündeln und damit stochastisch berechnen. Die Nachfrage nach Versicherungsprodukten hängt stark von der Wahrnehmung bestimmter Risiken ab:

Insbesondere die Überschätzung von Risiken sorgt für Nachfrage nach Versicherungen

- ✦ Keine Nachfrage nach Versicherungsschutz für unbewusste Gefahren;
- ✦ Über- bzw. Unterschätzung der Wahrscheinlichkeit eines Schadens;
- ✦ Kontrollierbarkeit bzw. Glaube an die Kontrollierbarkeit des Risikos;
- ✦ Relevanz in der eigenen Umgebung bzw. Betroffenheit von Bekannten/Verwandten;
- ✦ Medienpräsenz.

Die Nachfrage nach Versicherungsschutz ist also keineswegs ausschließlich rational begründet, sondern wird durch individuelle Wahrnehmungen und Einschätzungen beeinflusst. So konnte beispielsweise nach dem Oderhochwasser 1997 ein starker Nachfrageanstieg nach Hochwasserversicherungen beobachtet werden – auch aus Gegenden, in denen die Wahrscheinlichkeit von Hochwasserschäden sehr gering ist.

Wie werden Prämien festgelegt?

Die Sinnhaftigkeit von Prämien differenzierung lässt sich am besten anhand eines Beispiels aufzeigen: Ein Bestand von 10.000 Autos sei dem Risiko eines Schadens ausgesetzt. Der durchschnittliche Schaden je Auto betrage EUR 10.000. Es gibt jedoch zwei Arten von Autos: solche von Besitzern einer Garage und solche, die auf der Straße geparkt werden.

Wettbewerb macht Differenzierung notwendig

- ✦ 3.000 Autos Typ Garagenbesitzer: Schadenshäufigkeit 10%
- ✦ 7.000 Autos Typ Straßenparkplatz: Schadenshäufigkeit 15%
- ✦ Es gibt zwei Anbieter, Versicherung A und Versicherung B

Die faire Prämie (in EUR) sollte wie folgt kalkuliert werden:

$$0,3 \times 1.000 + 0,7 \times 1.500 = 1.350$$

Bietet nun die Versicherung A für Versicherte, die den Besitz einer Garage nachweisen können, eine Versicherung zu einer fairen Prämie von EUR 1.000 an, wird diese letztlich alle Garagenbesitzer auf sich vereinen können. Die Versicherung B

hat dann nur noch Straßenparker zu einer Prämie von 1.350 EUR im Bestand, im Durchschnitt wird sie mit jedem dieser Verträge 150 EUR Verlust machen.

Wie das Beispiel zeigt, zwingt der Wettbewerb zu einer Preisdifferenzierung und verbessert die Chancen von Versicherungsunternehmen mit einem breit ausdifferenzierten Preismodell. Gleichzeitig wird deutlich, dass wettbewerbsintensive Versicherungsmärkte kaum Spielräume zum Einpreisen von Gewinnzuschlägen zulassen.

Rückversicherung als „Versicherung der Versicherung“

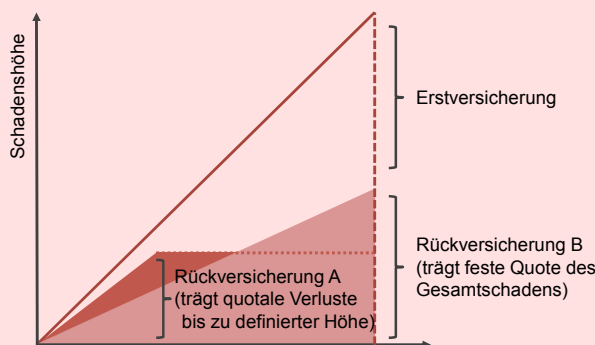
Rückversicherung als Absicherung

Wie für Privatpersonen gibt es auch für Versicherungsunternehmen die Möglichkeit, durch Abschluss einer Versicherung die eigenen Risiken zu reduzieren. Spezialisierte Rückversicherer sind daher die „Versicherer der Versicherer“. Rückversicherungsverträge können höchst unterschiedlich ausgestaltet werden und sich

- ✦ auf Einzelrisiken beziehen, einen gewissen Prozentsatz der Schäden des Erstversicherers mittragen (Quoten-Rückversicherung) oder
- ✦ eine bestimmte Anzahl an Schäden des Erstversicherers abdecken (Summenexzedenten-Rückversicherung).

Häufig sind Rückversicherer Unternehmen, die die sehr unwahrscheinlichen, dafür aber im Schadensfall kostspieligen Schäden übernehmen und sich dafür vom Erstversicherer mit einer entsprechenden Prämie entlohnen lassen. Der Rückversicherungsmarkt sorgt dafür, dass Großschäden überhaupt versicherbar bleiben, da der Erstversicherer nicht den kompletten Schaden alleine tragen muss. Zusätzlich wird es Erstversicherern ermöglicht, Klumpenrisiken zu vermeiden, indem Teile der eingegangenen Risiken durch einen Rückversicherungsvertrag von den eigenen Büchern genommen werden können.

ABBILDUNG 9: SUMMENEXZEDENTEN- UND QUOTEN-RÜCKVERSICHERUNGEN



Die Rückversicherung trägt in Beispiel A die Verluste anteilig bis zu einer bestimmten Höhe (in der Regel mit einem Eigenbehalt), in Beispiel B wird ein quotaler Anteil der gesamten Schäden durch den Rückversicherer übernommen

QUELLE: SPHENE CAPITAL

Das „Float-Prinzip“

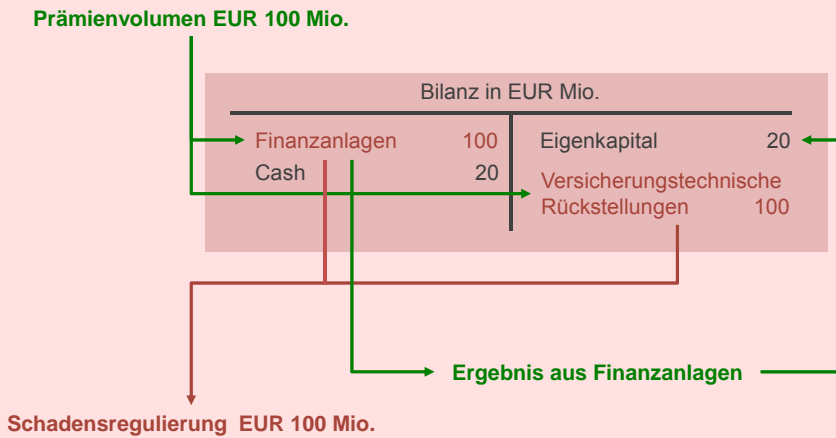
Die andere Seite des Versicherungsgeschäftes

Warren Buffett investiert bekanntlich bevorzugt in Geschäfte und Industrien, die er größtmöglich versteht. Die Versicherungsbranche muss dieses Kriterium erfüllen, nicht umsonst hat seine Investmentholding Berkshire Hathaway Inc. einen signifikanten Teil ihres Kapitals in Erst- und Rückversicherungsunternehmen investiert. Die Begeisterung Buffetts für diese Industrie ist vermutlich auf die gute Kalkulierbarkeit des Marktes zurückzuführen, aber auch auf das, was Buffett das „Float-Prinzip“ nennt. Das Versicherungsgeschäft basiert immer auf einer Asymmetrie von Zahlungen: Einnahme von Prämien heute, Auszahlung von Schäden in der Zukunft. Während des Zeitraums zwischen Prämieinnahme und Regulierung der Schäden kann eine Versicherung mit dem Kapital arbeiten. Sollte sie zusätzlich einen Gewinn aus dem Versicherungsgeschäft erzielen (Underwriting-Profit), dann ist das Halten dieses sogenannten Floats nicht einmal mit Kosten verbunden.

Buffett erklärt dieses Prinzip auf seine übliche humorvolle Art: „Wenn eine Versicherung einen Underwriting-Profit erzielt, ist das, wie wenn Ihnen jemand eine Million Dollar in einem Koffer geben würde, um darauf aufzupassen. Sie könnten

damit tun, was Sie wollen – mit der einzigen Auflage, ihn zu einem unbestimmten Zeitpunkt in der Zukunft zurückgeben zu müssen“.

ABBILDUNG 10: VERSICHERUNGSBILANZ



Die vereinfachte Darstellung einer Versicherungsbilanz zeigt die Wirkung des Floats einer Versicherung. Selbst bei einer Schadenquote von 100% verbleibt der Versicherungsertrag, der durch die Anlage des Kapitals über die Laufzeit der Versicherungsverträge erzielt wurde.

QUELLE: SPHENE CAPITAL

Versicherung als regulierter Markt

Ähnlich der Bankenbranche erfüllt die Versicherungsbranche notwendige Funktionen für das Funktionieren einer Volkswirtschaft. Die Regulierung der Versicherer soll daher sorgen, den Versicherungsschutz zu erhalten, indem Insolvenzrisiken minimiert und die Liquidität der Versicherer sichergestellt wird. Regulative Maßnahmen limitieren dabei insbesondere die Möglichkeiten der Anlagepolitik und fordern eine Unterlegung der geschriebenen Versicherungen mit ausreichendem Eigenkapital. Grundsätzlich sind Versicherungen drei Formen von Risiken auf der Aktiv- und Passivseite der Bilanz ausgesetzt:

- ✦ Marktrisiken,
- ✦ Kreditrisiken und
- ✦ Versicherungstechnische Risiken.

Vereinfacht dargestellt wird die Kapitalanforderung über die beiden nachstehenden Formeln bestimmt. Der höhere Wert gibt dabei die Höhe der vorgeschriebenen Kapitalunterlegung an:

$$\text{Beitragsindex} = 0,16 \times \text{Bruttoprämien} \times \text{Selbstbehaltsquote}$$

$$\text{Schadenindex} = 0,23 \times \text{Schadenaufwendungen der letzten 3 Jahre} \times \text{Selbstbehaltsquote}$$

Die Versicherungsregulierung wird in Europa seit diesem Jahr durch die Solvency II-Regelungen definiert. Diese beinhalten neben den Kapitalanforderungen auch Vorschriften zur Risikobewertung, der Strukturierung interner Kontrollmechanismen sowie der Publizität. Ähnlich den Basel III-Vorschriften der Bankenbranche können Versicherungen ihre Kapitalanforderungen gemäß Solvency II sowohl nach Standardansätzen als auch nach internen Modellen (die zuvor jedoch von den Aufsichtsbehörden akkreditiert werden müssen) berechnen.

Keine einheitliche Marktstruktur

Trotz vereinfachter Regulierung gibt es bislang keinen einheitlichen europäischen Versicherungsmarkt. Zu unterschiedlich sind bislang nicht nur die von den Verbrauchern und Unternehmen nachgefragten Versicherungsleistungen, sondern auch die von Versicherungen angebotenen Dienstleistungen in den jeweiligen Regionen. In der Regel sind große Versicherungskonzerne zwar europaweit aktiv, besitzen meist jedoch nur in ihren angestammten Heimatmärkten eine komfortable bis dominierende Marktposition. Die Nachfrage nach Versicherungsschutz hängt zum einen ab von den lokalen Gepflogenheiten, zum anderen von gesetzlichen Regelungen und Pflichten, z. B. dem verpflichtenden Ab-

Eine risikosensible Branche

Krisenresistenz durch Versicherungspflicht

schluss einer Automobil-Haftpflichtversicherung. Durch diese Versicherungspflicht kann ein großer Teil des Marktes nachfrageseitig als relativ krisenresistent angesehen werden.

Prognose der Ergebnis- und Bilanzkennzahlen

Die bisherigen Wachstumsraten von Enterprise Holdings seit Gründung sind für ein klassisches Erstversicherungsunternehmen eher ungewöhnlich: In den vergangenen drei Jahren konnte Enterprise Holdings durchschnittliche jährliche Wachstumsraten der Bruttoprämien von 85,8% erzielen. Da sich Enterprise Holdings auf ausgesuchte Nischen fokussiert, in denen Marktineffizienzen wahrgenommen werden können, sind für gewöhnlich attraktive Profitabilitätskennziffern die Folge. Insbesondere aufgrund höherer Akquisitionskosten, einer schwachen Performance von zwei Kfz-Versicherungen und einer Neubewertung der Schadensrückstellungen auf Grund der fehlenden Schadenshistorie ging das versicherungstechnische Ergebnis im Geschäftsjahr 2012/13 auf GBP -0,7 Mio. von GBP 7,2 Mio. im Rumpfgeschäftsjahr 2011/12 (neun Monate) zurück. Die Rückstellungen, die das Unternehmen auf Basis versicherungsmathematischer Gutachten und auf Anweisung der regulierenden Behörden bilden musste, sind jedoch nicht cash-wirksam.

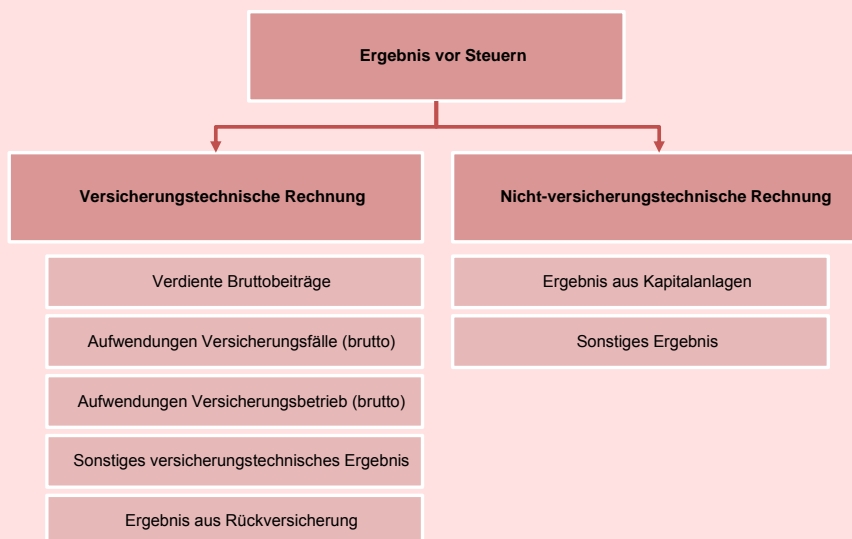
Für die Restlaufzeit der Anleihe rechnen wir mit einem CAGR der gebuchten Bruttoprämien von 28,4%. Auf Segmentebene erwarten wir, dass Autoversicherungen weiterhin den wesentlichen Wachstumstreiber darstellen werden; die von uns erwarteten durchschnittlichen jährlichen Wachstumsraten der gebuchten Bruttoprämien liegen für den Zeitraum 2012/13-2016/17e bei 32,0%. Für die Bereiche Rechtsschutz bzw. Feuer und Grundstück rechnen wir ebenfalls mit überdurchschnittlichen Wachstumsraten der Bruttoprämien (18,2%), allerdings ausgehend von einem niedrigeren Niveau. Insgesamt erwarten wir bis 2016/17e einen Anstieg der gebuchten Bruttoprämien auf GBP 366,6 Mio. von GBP 134,8 Mio. in 2012/13. Damit sollte ein Anstieg des versicherungstechnischen Ergebnisses auf GBP 21,3 Mio. erreichbar sein. Die abgesehen von der Mittelstandsanleihe unverschuldete Gesellschaft sollte 2016/17e nach unseren Schätzungen einen Vorsteuergewinn in Höhe von GBP 9,7 Mio. erzielen können.

Das Geschäftsmodell von Enterprise Holdings

Die Einnahmen von Enterprise Holdings bestehen aus Versicherungsbeiträgen und dem Finanzergebnis, das durch die Anlage der Versicherungsbeiträge erzielt wird. Die Ausgaben setzen sich zusammen aus den Ansprüchen der Versicherten, etwa im Fall eines Schadens, den Beiträgen für die Weiterreichung von Risiken an Rückversicherungsunternehmen, den operativen Kosten des Versicherungsbetriebs (v. a. Vertriebs- und Verwaltungsaufwendungen) und Steuern. Die Gewinn- und Verlustrechnung eines Schadenversicherungsunternehmens wie Enterprise Holdings unterscheidet sich damit grundsätzlich von der eines Industrieunternehmens. Unterschieden wird nicht zwischen dem Umsatz- oder dem Gesamtkostenprinzip, sondern zwischen dem versicherungstechnischen Ergebnis und dem nicht-versicherungstechnischen Ergebnis. Unter diesen beiden Begriffen lassen sich folgende Positionen zusammenfassen:

Grundlagen der Ertragslage einer Versicherung

ABBILDUNG 11: AUFBAU DER ERGEBNISRECHNUNG



QUELLE: SPHENE CAPITAL

Von Gibraltar GAAP über UK GAAP zu IFRS

Enterprise Holdings veröffentlicht die Abschlüsse gemäß den Rechnungslegungsvorschriften von Gibraltar GAAP. Diese sind weitgehend identisch mit UK GAAP. In den wesentlichen Rechnungslegungsvorschriften unterscheidet sich UK GAAP nur in Kleinigkeiten von IFRS. Zu den Unterschieden in den beiden Rechnungslegungsregimen zählen die Behandlung von Leasing, LIFO und defined benefit obligation plans.

Gibraltar GAAP und IFRS sind in weiten Teilen identisch

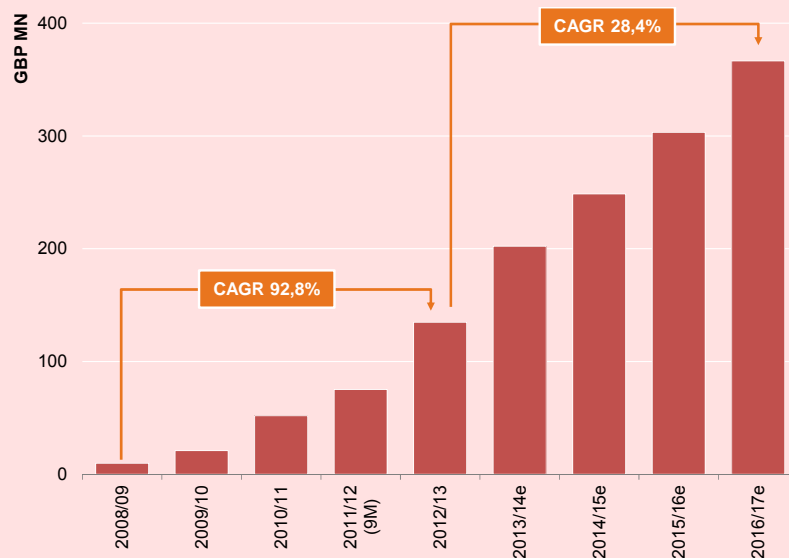
Entwicklung der Bruttoprämien

Die Analyse der Ertragslage von Enterprise Holdings nimmt bei der Entwicklung der gebuchten Bruttoprämien ihren Ausgangspunkt, da sich die meisten anderen Ertragskomponenten als abhängige Variablen aus dem Volumen der Versicherungsprämien ableiten lassen. Die Brutto- oder Versicherungsprämien stellen das Entgelt für den Versicherungsschutz dar. Sie sind zeitlich nicht abgegrenzt, enthalten also auch Prämien für Leistungen, die erst in den Folgejahren fällig werden. Enterprise Holdings kann auf eine durchschnittliche jährliche Wachstumsrate der Bruttoprämien von 85,8% in den vergangenen drei Jahren auf zuletzt GBP 134,8 Mio. blicken.

CAGR 2009/10-2012/13 der Bruttoprämien lag bei 85,8%

Klassische Determinanten wie Markt- und Wettbewerbsprognosen für die Entwicklung einzelner Versicherungszweige oder eine Analyse der Vertriebswege können für eine Prognose von Enterprise Holdings nicht eingesetzt werden, da es diese Determinanten entweder nicht gibt, sie aus unserer Sicht für Enterprise Holdings nicht von Belang sind bzw. im fundamentalen Gegensatz zur Entwicklung der vergangenen Jahre stehen. Für unsere Prognosen sind wir daher sehr viel stärker auf die Einschätzungen des Managements angewiesen als dies im Fall von börsennotierten Erstversicherern mit einer stabilen Produktpalette und einer langjährigen Historie erforderlich wäre. Darüber hinaus bilden die erworbenen Mittel aus der Begebung der Anleihe die Grundlage für den Eintritt in neue Märkte und damit für eine weitere Skalierung des Geschäftsmodells. Insgesamt rechnen wir bis zum Laufzeitende der Anleihe mit durchschnittlichen jährlichen Wachstumsraten der gebuchten Bruttoprämien von 28,4%.

ABBILDUNG 12: ENTWICKLUNG DER GEBUCHTEN BRUTTOPRÄMIEN



In den vergangenen drei Jahren konnte Enterprise Holdings eine CAGR der gebuchten Bruttoprämien von 85,8% vorlegen. Für die kommenden vier Jahre rechnen wir zwar mit einer Verlangsamung, aber noch immer mit zweistelligen Zuwachsraten.

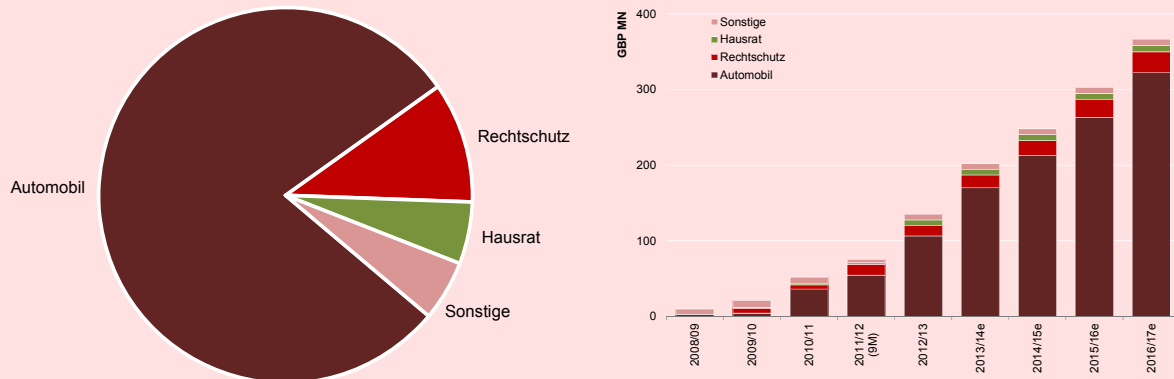
QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL PROGNOSEN

Entwicklung auf Segmentebene

Neben der Größe und der Veränderung der Bruttoprämien lässt insbesondere die Entwicklung der relativen Anteile der betriebenen Versicherungszweige an den gesamten Prämieinnahmen Rückschlüsse über die Schwerpunkte der Geschäftstätigkeit und den Marktanteil der Gesellschaft in den jeweiligen Versicherungsmärkten zu. Im vergangenen Geschäftsjahr 2012/13 erwirtschaftete Enterprise Holdings 78,9% seiner Bruttobeiträge im Segment Auto. An zweiter Stelle rangiert der Bereich Rechtsschutz (10,4%), während Hausrat (5,3%) und

Feuer- und Grundstücksversicherungen mit 0,2% nur von untergeordneter und zugleich rückläufiger Bedeutung waren. Diese Verhältnisse und Trends dürften sich nach unseren Schätzungen auch in den kommenden Jahren nicht nennenswert verändern:

ABBILDUNG 13: BRUTTOBEITRÄGE 2012/13 (LS), 2008/09-2016/17E (RS)



QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL PROGNOSEN

Entwicklung des Rückversicherungsergebnisses

Im vergangenen Jahr hat Enterprise Holdings 42,7% der übernommenen Risiken an Rückversicherungen abgegeben. Die Vertragsgestaltung mit der Rückversicherung orientiert sich am so genannten „Quota Share-Modell“. Dabei übernimmt das Rückversicherungsunternehmen einen fest definierten Anteil an den Bruttoeinnahmen und an den Schäden. Der Mechanismus erfolgt dabei automatisch, das heißt, der vereinbarte Prozentsatz gilt für alle Prämien und Schäden gleichermaßen. Dass Enterprise Holdings eine derartige Vertragsgestaltung mit einem der weltweit führenden Rückversicherer abschließen konnte, sehen wir als klare Bestätigung des Geschäftsmodells von Enterprise Holdings.

Nach Abzug der abgegebenen Rückversicherungsbeiträge erwirtschaftete Enterprise Holdings im vergangenen Geschäftsjahr gebuchte Nettoprämien in Höhe von GBP 77,3 Mio., nachdem im vorhergehenden Rumpfgeschäftsjahr die gebuchten Nettoprämien noch bei GBP 42,7 Mio. gelegen hatten.

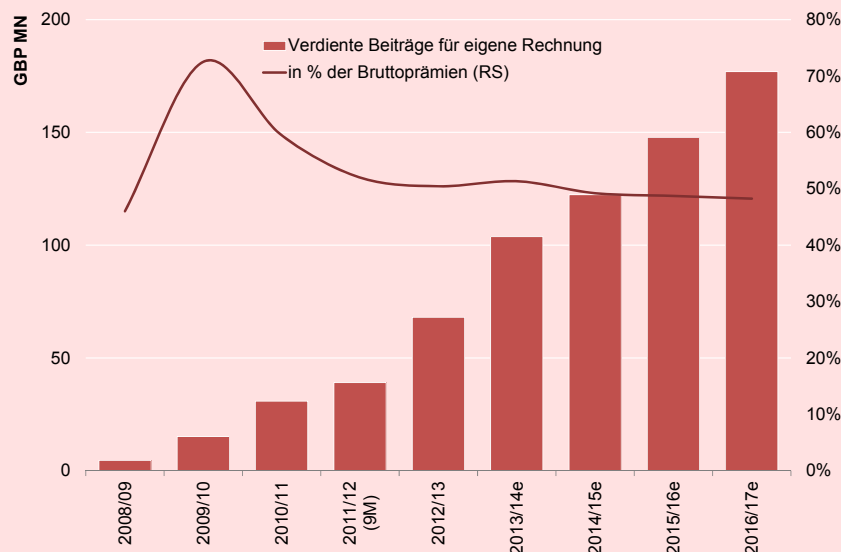
Entwicklung der verdienten Beiträge

Verdiente Nettobeiträge sind Beitragseinnahmen, die Ertrag des Geschäftsjahres sind. Zu ihrer Ermittlung werden zu den gebuchten Bruttobeiträgen – also den im Geschäftsjahr fällig gewordenen Bruttobeiträgen des selbst abgeschlossenen Geschäfts – die auf das Geschäftsjahr entfallenden Beitragsüberträge des Vorjahres hinzugerechnet und die auf die zukünftigen Geschäftsjahre entfallenden Beitragsüberträge abgezogen. Ebenfalls abgezogen wird das zederte Rückversicherungsgeschäft, also die an eine oder mehrere Rückversicherer abgetretenen Portfoliorisiken. Damit repräsentieren die verdienten Beiträge gewissermaßen das Pendant zum Umsatz eines Industrieunternehmens.

Enterprise Holdings erzielte im vergangenen Geschäftsjahr verdiente Beiträge in Höhe von GBP 68,0 Mio. (Vorjahr GBP 39,1 Mio.). Im Durchschnitt der letzten drei Jahre entspricht dies einem Beitragswachstum von 64,7% p. a. In den kommenden vier Jahren rechnen wir mit einem Anstieg der verdienten Beiträge auf dann GBP 176,9 Mio., was einer durchschnittlichen jährlichen Wachstumsrate von 27,0% entspricht.

Dass Enterprise Holdings ein Quota Share-Modell mit einer weltweit führenden Rückversicherung vereinbaren konnte, sehen wir als Bestätigung des Geschäftsmodells an.

ABBILDUNG 14: ENTWICKLUNG DER VERDIENTEN BEITRÄGE



QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL PROGNOSEN

Entwicklung der Schadenaufwendungen und -quote

Die bedeutendste Aufwandsposition in einem Versicherungsunternehmen stellen die Aufwendungen für die Bruttoversicherungsleistungen dar. Diese ergeben sich aus der Konkretisierung des im Versicherungsvertrag abgegebenen Schutzversprechens und beinhalten in der Schaden- und Unfallversicherung die Auszahlungen für eingetretene versicherte Schäden. Die Prognose dieser Zahlungen unterliegt sowohl hinsichtlich der Eintrittszeitpunkte als auch hinsichtlich der Schadenshöhe erheblichen Unsicherheiten: Während bei einer Lebensversicherung zumindest feststeht, dass ein bestimmter Geldbetrag an den Versicherungsnehmer entrichtet werden muss, wobei der genaue Zeitpunkt noch nicht feststeht, ist bei anderen Versicherungsformen wie der Schadenversicherung a priori vollkommen ungewiss, ob eine Auszahlung überhaupt zu erfolgen hat und wenn ja, in welcher Höhe. Daher sind Schätzwerte aus den vorliegenden Vergangenheitswerten abzuleiten, deren Qualität in dem Maße ansteigt, indem es gelingt, stochastische Gesetzmäßigkeiten der Schadenverläufe zu identifizieren. Da dies bei Enterprise Holdings aufgrund der kurzen Unternehmenshistorie aus unserer Sicht kaum möglich ist, behelfen wir uns mit einer Fortschreibung der bisherigen Schadenquoten.

Zur stochastischen Unsicherheit hinsichtlich Eintrittszeitpunkt und Höhe möglicher Schadensfälle kommt im vorliegenden Fall eine fehlende zeitliche Historie.

Allgemein sind Schadenquoten definiert als das Verhältnis zwischen den Aufwendungen für Versicherungsfälle (einschließlich dem Abwicklungsergebnis und den Schadenregulierungsaufwendungen), also dem sog. Schadenaufwand, und den verdienten Beiträgen der vergangenen Perioden. Die Schadenquoten sind ein Indikator für die Qualität der Zeichnungspolitik und der bestehenden Rückversicherungsdeckung. Allerdings bilden die für Enterprise Holdings auszuwertenden fünf Geschäftsjahre keine für eine Plausibilisierung der Schadensleistungen aussagefähige Basis, so dass die Prognosen für Enterprise Holdings mit noch größeren Unsicherheiten behaftet sind als bei Versicherungen mit aussagefähiger Historie. Insgesamt rechnen wir damit, dass sich die Schadenquoten bis zum Ende der Laufzeit innerhalb der in den vergangenen beiden Jahren beobachtbaren Bandbreite von ~60% bis ~63% bewegen werden.

Aufwendungen für den Versicherungsbetrieb

Unter den Aufwendungen für den Versicherungsbetrieb werden u. a. Lohn- und Gehaltsaufwendungen, Aufwendungen für Dienstleistungen wie Provisionen und sonstige Aufwendungen für Vermittler, Aufwendungen für die Prüfung des Jahresabschlusses sowie für sachliche Betriebsmittel zusammengefasst.

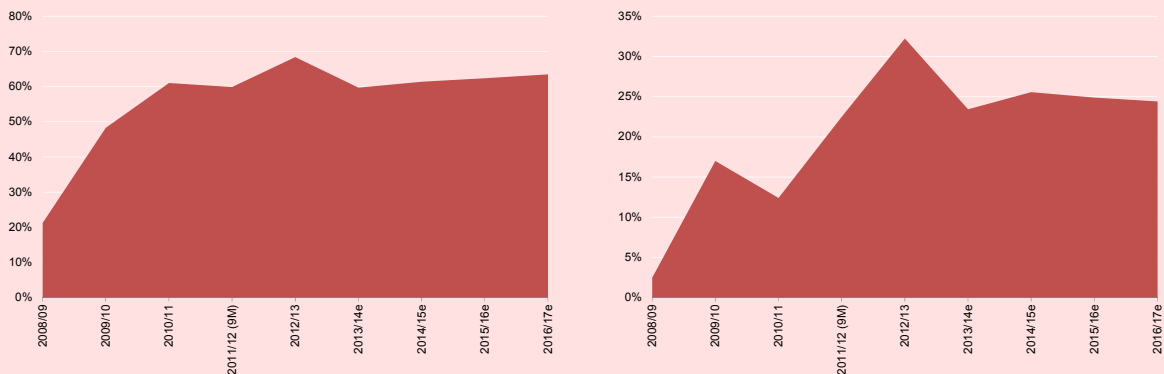
Während wir die Entwicklung des Personalaufwandes in Abhängigkeit von der geplanten Entwicklung des Personalbestands plausibilisiert haben, gehen wir bei der Prognose der Provisionsaufwendungen davon aus, dass deren Entwick-

lung von der zukünftigen Entwicklung des Neugeschäfts abhängig ist, jedoch keine Veränderungen des Provisionssystems, der Vertriebswege und -strukturen sowie der Vergütungssysteme des Außendienstes zu berücksichtigen sind.

Entwicklung der Kostenquoten

Das Verhältnis zwischen den Aufwendungen aus dem Versicherungsbetrieb und den gebuchten Nettoprämien einer Periode gibt als Kostenquote Aufschluss über den für den Betrieb des Versicherungsgeschäfts notwendigen Aufwand. Wir erwarten für den Prognosehorizont eine stabile Entwicklung der Kostenquote.

ABBILDUNG 15: SCHADENQUOTE (LS), KOSTENQUOTE (RS)

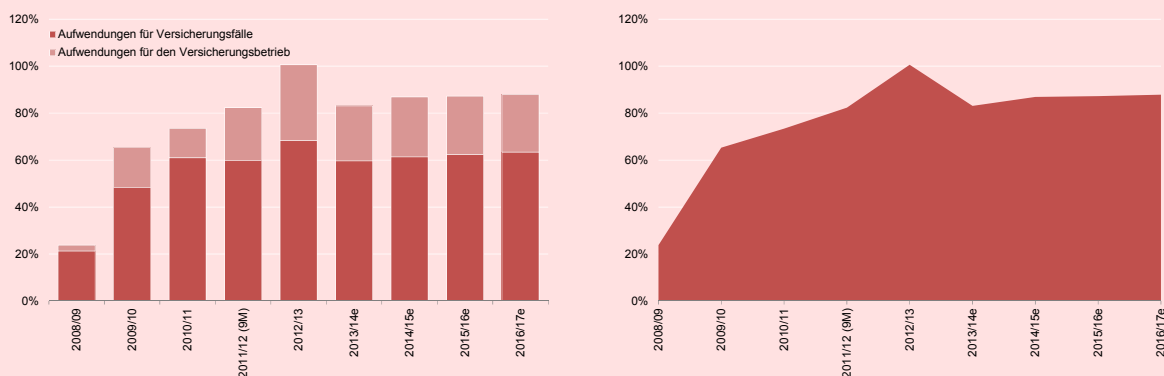


QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL PROGNOSEN

Entwicklung der Combined Ratio

Die Summe aus Kostenquote und Schadenquote ergibt die so genannte „Combined Ratio“. Da als Nenner der Schadenquote die verdienten und als Nenner der Kostenquote die gebuchten Nettobeiträge stehen, lässt sich die Combined Ratio nur dann sinnvoll bestimmen, wenn die Differenz zwischen gebuchten und verdienten Nettobeiträgen vernachlässigbar ist. Im vergangenen Geschäftsjahr überstieg die Combined Ratio erstmals die 100%-Marke, was insbesondere auf die schwache Performance zweier Kfz-Versicherungen zurückzuführen ist. Wir rechnen allerdings damit, dass Enterprise Holdings aufgrund des Nischencharakters ihres Geschäftsmodells wieder in den Bereich der letzten Jahre zurückkehren wird:

ABBILDUNG 16: AUFWENDUNGEN (LS), COMBINED RATIO (RS)



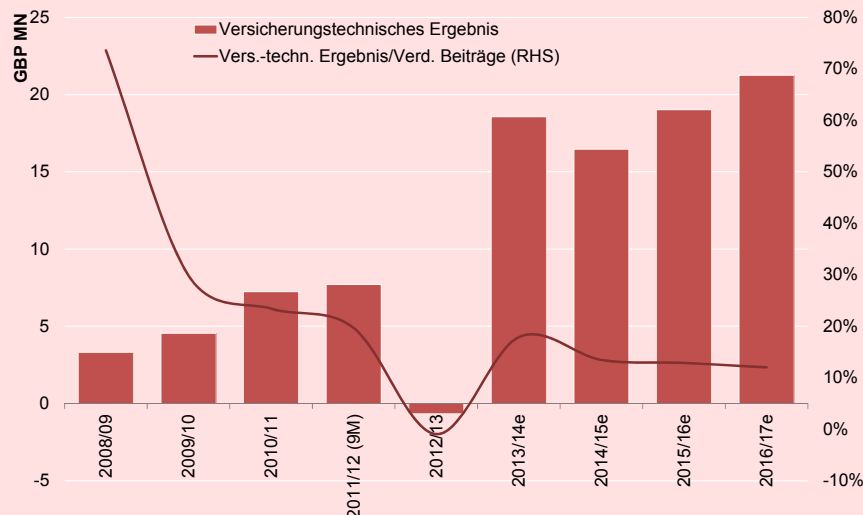
QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL PROGNOSEN

Entwicklung des versicherungstechnischen Ergebnisses

Das versicherungstechnische Ergebnis spiegelt den engeren Erfolg des Versicherungsunternehmens bzw. den Erfolg aus dem unmittelbaren Betrieb von Versicherungsgeschäften wider. Die wichtigsten Einflussfaktoren auf das versicherungstechnische Ergebnis sind:

versicherungstechnische Ergebnis sind Prämiererträge sowie Schaden- und Betriebsaufwendungen. Im abgelaufenen Geschäftsjahr 2012/13 musste Enterprise Holdings erstmals einen versicherungstechnischen Verlust von GBP -0,7 Mio. (Gewinn Vorjahr GBP 7,7 Mio.) hinnehmen.

ABBILDUNG 17: VERSICHERUNGSTECHNISCHES ERGEBNIS



Insgesamt rechnen wir im laufenden Geschäftsjahr mit einem versicherungstechnischen Ergebnis von GBP 18,6 Mio. Bezogen auf die verdienten Beiträge entspricht dies einer Marge von 17,9% (Vj. -1,0%).

QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL PROGNOSEN

Entwicklung der Betriebsaufwendungen

Klassische Betriebsaufwendungen sind u. a. Aufwendungen für Arbeitsleistungen wie Löhne und Gehälter, Aufwendungen für Rechtsberatungen, Abschreibungen und Amortisationen und sonstige betriebliche Aufwendungen. Zum Geschäftsjahresende 2012/13 beschäftigte Enterprise Holdings 32 (Vorjahr 25) Mitarbeiter. Die Lohnaufwendungen lagen bei GBP 4,1 Mio. Ebenfalls von Bedeutung waren die externen Kosten der Rechtsberatung, die sich 2012/13 auf GBP 6,0 Mio. summierten. Insgesamt lagen die Aufwendungen für den Versicherungsbetrieb im vergangenen Geschäftsjahr bei GBP 12,6 Mio. Wir gehen davon aus, dass zukünftig Skaleneffekte realisiert werden können. Für das laufende Geschäftsjahr rechnen wir mit einem Rückgang der Betriebsaufwendungen auf GBP 6,3 Mio. Die Aufwandsquote reduziert sich damit auf 6,0% von 18,5% in 2012/13.

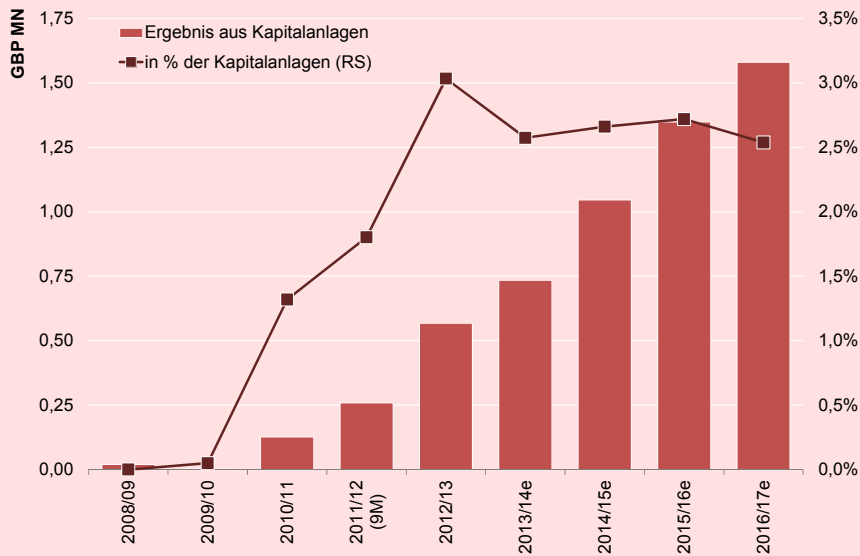
Ergebnis aus Finanzanlagen

Das Kapitalanlageergebnis ergibt sich aus der Zwischenanlage von Beiträgen und Zinsen, deren Abfluss für Versicherungsleistungen erst zu einem späteren, ungewissen Zeitpunkt und in ungewisser Höhe erfolgt. Während das Kapitalanlageergebnis insbesondere bei Lebens- und Krankenversicherungsunternehmen ein wesentlicher wertbestimmender Faktor ist, da das versicherungstechnische Ergebnis hier in der Regel nur noch leicht positiv bzw. sogar negativ ist, werden die Finanzanlagen bei Enterprise Holdings im Sinne einer Strategie der Risikominimierung angelegt. Ein Teil der Finanzanlagen wird als Barreserven bzw. liquiditätsähnliche Mittel vorgehalten, verzinsliche Wertpapiere müssen ein Investment Grade-Rating aufweisen oder wurden vom britischen Staat begeben. Dementsprechend war das Ergebnis aus Finanzanlagen bei Enterprise Holdings im vergangenen Geschäftsjahr 2012/13 mit GBP 0,6 Mio. bzw. 3,0% der Finanzanlagen von eher untergeordneter Bedeutung für das Vorsteuerergebnis.

Die durchschnittliche Kapitalbindungsdauer (Duration) des Portefeuilles liegt bei ~2,8 Jahren. Damit reflektiert das Anlage-Portefeuille die Unsicherheit über die Höhe und den Zeitpunkt des Schadensereignisses, der ein Sachversicherer wie Enterprise Holdings typischerweise ausgesetzt ist.

Den Unsicherheiten über die zukünftigen Schadenzahlungen setzt Enterprise Holdings eine diszipliniert konservative Anlagepolitik entgegen.

ABBILDUNG 18: ERGEBNIS AUS FINANZANLAGEN



Durch eine strikt risikoaverse Anlagepolitik dürfte das Ergebnis aus Finanzanlagen bei Enterprise Holdings im Prognosezeitraum bei etwa 2,5% des Anlagevolumens liegen.

QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL PROGNOSEN

Die Vorsteueremarge lag 2012/13 bei -18,5%

Per Saldo ergab sich im vergangenen Geschäftsjahr ein Verlust vor Steuern von GBP -12,6 Mio. Bezogen auf die verdienten Beiträge entspricht dies einer Vorsteueremarge von -18,5% (nach 5,7% im Rumpfgeschäftsjahr 2011/12). Für die kommenden beiden Jahre rechnen wir mit Vorsteueremargen von 11,3% bzw. 6,1% bzw. GBP 11,7 Mio. und GBP 7,4 Mio.

Die Steuerquote spiegelt den Standort Gibraltar wider

Seit 01.01.2013 liegt der Steuersatz auf Gewinne von Versicherungsunternehmen bei 10,0% (davor 22,0%). Im vergangenen Geschäftsjahr 2012/13 beliefen sich die Steuerbelastungen daher auf lediglich GBP 0,2 Mio.

Gibraltar mit eigenständiger Fiskalautonomie

Ergebnis nach Steuern

Nach Steuern und Anteilen Dritter errechnen wir für 2013/14e ein Konzernergebnis von rund GBP 10,6 Mio. und für 2014/15e von GBP 6,7 Mio. Die Nettomargen liegen damit bei 10,2% bzw. 5,5%.

Diese Seite wurde absichtlich frei gelassen.

Gewinn- und Verlustrechnung 2008/09-2011/12 (9M)

		2008/09	2009/10	2010/11	2011/12 (9M)
Gebuchte Bruttoprämien	GBP Mio.	9,8	21,0	51,9	75,2
YoY	%	390,5%	115,0%	147,6%	n/a
Abgegebene Rückversicherungsbeiträge	GBP Mio.	0,0	-1,5	-13,1	-32,5
Rückversicherungsquote	%	0,0%	7,3%	25,2%	43,2%
Gebuchte Nettoprämien	GBP Mio.	9,8	19,4	38,8	42,7
Δ Rückstellungen Prämienüberträge	GBP Mio.	-5,3	-5,0	-13,5	-10,6
Anteil Rückversicherung an Δ Prämienüberträge	GBP Mio.	0,0	0,7	5,6	7,0
Verdiente Beiträge für eigene Rechnung	GBP Mio.	4,5	15,2	30,9	39,1
YoY	%	n/a	238,7%	103,1%	n/a
in % der Bruttoprämien	%	46,0%	72,5%	59,5%	52,0%
Aufwendungen für Versicherungsfälle	GBP Mio.	-1,0	-7,3	-18,8	-23,4
Schadenaufwendungen (netto)	GBP Mio.	-0,8	-5,8	-13,0	-14,7
Bruttoschadenaufwendungen	GBP Mio.	-0,8	-6,2	-13,6	-20,8
Schadenaufwendungen (Anteil der Rückversicherer)	GBP Mio.	0,0	0,4	0,6	6,1
Rückstellungen (netto)	GBP Mio.	-0,2	-1,6	-5,8	-8,8
Δ Rückstellungen Versicherungs-/Investmentverträge	GBP Mio.	-0,3	-1,6	-7,5	-15,9
Anteil Rückversicherung an Rückstellungen	GBP Mio.	0,1	0,0	1,6	7,2
Sonstiges versicherungstechnisches Ergebnis	GBP Mio.	0,0	0,0	0,0	1,6
Aufwendungen für den Versicherungsbetrieb	GBP Mio.	-0,2	-3,3	-4,8	-9,6
Abschlussaufwendungen	GBP Mio.	0,0	-4,2	-12,0	-18,1
Δ latente Akquisitionsaufwendungen	GBP Mio.	0,0	0,9	5,1	3,3
Δ latente Akquisitionsaufwendungen (Rückvers.)	GBP Mio.	0,0	0,0	-1,0	-1,9
Sonstige betriebliche Aufwendungen	GBP Mio.	0,0	0,0	-0,1	-1,5
Rückversicherungskommissionen	GBP Mio.	-0,2	0,0	3,2	8,6
Combined Ratio	%	23,8%	65,3%	73,4%	82,3%
Versicherungstechnisches Ergebnis	GBP Mio.	3,3	4,5	7,2	7,7
in % der verdienten Beiträge	%	73,6%	29,8%	23,4%	19,7%
YoY	%	n/a	37,4%	59,3%	n/a
Ergebnis aus Kapitalanlagen	GBP Mio.	0,0	0,0	0,1	0,3
Nicht realisierte Erträge	GBP Mio.	0,0	0,0	0,1	0,0
Zinsaufwendungen	GBP Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0
Sonstiges Ergebnis	GBP Mio.	0,0	0,1	0,0	0,0
Betriebsaufwendungen	GBP Mio.	-1,5	-1,9	-4,3	-5,7
Ergebnis vor Ertragsteuern	GBP Mio.	1,8	2,8	3,2	2,2
in % der verdienten Beiträge	%	40,6%	18,1%	10,4%	5,7%
YoY	%	n/a	51,0%	16,4%	n/a
Ertragsteuern	GBP Mio.	0,0	0,0	-0,2	-0,4
Steuerquote	%	-0,1%	-0,1%	-4,9%	-18,6%
Ergebnis nach Steuern	GBP Mio.	1,8	2,8	3,0	1,8
in % der verdienten Beiträge	%	40,6%	18,1%	9,9%	4,6%
YoY	%	-1148,2%	51,0%	10,8%	n/a

QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL PROGNOSEN

Gewinn- und Verlustrechnung 2012/13-2016/17e

		2012/13	2013/14e	2014/15e	2015/16e	2016/17e
Gebuchte Bruttoprämien	GBP Mio.	134,8	202,2	248,6	303,1	366,6
YoY	%	n/a	50,0%	22,9%	22,0%	20,9%
Abgegebene Rückversicherungsbeiträge	GBP Mio.	-57,5	-85,3	-110,3	-136,0	-166,2
Rückversicherungsquote	%	42,7%	42,2%	44,4%	44,9%	45,3%
Gebuchte Nettoprämien	GBP Mio.	77,3	116,9	138,3	167,1	200,4
Δ Rückstellungen Prämienüberträge	GBP Mio.	-18,8	-26,9	-32,6	-39,7	-48,0
Anteil Rückversicherung an Δ Prämienüberträge	GBP Mio.	9,5	13,8	16,7	20,3	24,5
Verdiente Beiträge für eigene Rechnung	GBP Mio.	68,0	103,8	122,3	147,7	176,9
YoY	%	n/a	52,6%	17,9%	20,7%	19,8%
in % der Bruttoprämien	%	50,4%	51,3%	49,2%	48,7%	48,3%
Aufwendungen für Versicherungsfälle	GBP Mio.	-46,5	-61,9	-75,1	-92,1	-112,2
Schadenaufwendungen (netto)	GBP Mio.	-30,3	-43,2	-52,9	-65,4	-80,0
Bruttoschadenaufwendungen	GBP Mio.	-46,6	-70,6	-86,0	-106,0	-129,5
Schadenaufwendungen (Anteil der Rückversicherer)	GBP Mio.	16,3	27,3	33,1	40,6	49,5
Rückstellungen (netto)	GBP Mio.	-16,2	-18,7	-22,2	-26,7	-32,3
Δ Rückstellungen Versicherungs-/Investmentverträge	GBP Mio.	-31,4	-36,1	-42,7	-51,6	-62,4
Anteil Rückversicherung an Rückstellungen	GBP Mio.	15,2	17,4	20,5	24,9	30,2
Sonstiges versicherungstechnisches Ergebnis	GBP Mio.	2,7	4,1	4,5	5,0	5,5
Aufwendungen für den Versicherungsbetrieb	GBP Mio.	-24,9	-27,4	-35,3	-41,6	-48,9
Abschlussaufwendungen	GBP Mio.	-34,4	-37,9	-47,3	-55,4	-64,8
Δ latente Akquisitionsaufwendungen	GBP Mio.	5,0	5,5	6,0	6,6	7,3
Δ latente Akquisitionsaufwendungen (Rückvers.)	GBP Mio.	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1
Sonstige betriebliche Aufwendungen	GBP Mio.	-0,4	-0,5	-0,5	-0,6	-0,8
Rückversicherungskommissionen	GBP Mio.	5,0	5,5	6,6	7,9	9,5
Combined Ratio	%	100,6%	83,1%	86,9%	87,2%	87,8%
Versicherungstechnisches Ergebnis	GBP Mio.	-0,7	18,6	16,4	19,0	21,3
in % der verdienten Beiträge	%	-1,0%	17,9%	13,4%	12,9%	12,0%
YoY	%	n/a	-2915,3%	-11,4%	15,6%	11,8%
Ergebnis aus Kapitalanlagen	GBP Mio.	0,6	0,7	1,0	1,3	1,6
Nicht realisierte Erträge	GBP Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Zinsaufwendungen	GBP Mio.	0,0	-2,0	-2,0	-2,0	-1,5
Sonstiges Ergebnis	GBP Mio.	0,0	0,6	0,7	0,8	1,0
Betriebsaufwendungen	GBP Mio.	-12,6	-6,3	-8,8	-10,5	-12,7
Ergebnis vor Ertragsteuern	GBP Mio.	-12,6	11,7	7,4	8,7	9,7
in % der verdienten Beiträge	%	-18,5%	11,3%	6,1%	5,9%	5,5%
YoY	%	n/a	-193,2%	-36,6%	16,5%	11,6%
Ertragsteuern	GBP Mio.	-0,2	-1,2	-0,7	-0,9	-1,0
Steuerquote	%	1,2%	-10,0%	-10,0%	-10,0%	-10,0%
Ergebnis nach Steuern	GBP Mio.	-12,8	10,6	6,7	7,8	8,7
in % der verdienten Beiträge	%	-18,8%	10,2%	5,5%	5,3%	4,9%
YoY	%	n/a	-182,9%	-36,6%	16,5%	11,6%

QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL PROGNOSEN

Bilanz 2008/09-2011/12 (9M)

		2008/09	2009/10	2010/11	2011/12 (9M)
Langfristiges Vermögen	GBP Mio.	0,0	5,5	14,5	16,1
Grundstücke	GBP Mio.	0,0	0,0	0,9	1,1
Finanzinvestitionen	GBP Mio.	0,0	5,5	13,6	15,1
davon Wertpapiere	GBP Mio.	0,0	3,5	2,7	0,0
davon Spareinlagen	GBP Mio.	0,0	2,0	10,9	15,1
Goodwill	GBP Mio.	0,5	0,4	0,3	0,2
Langfristige Vermögenswerte	GBP Mio.	0,1	0,1	0,2	0,7
Anteil der Rückvers. an technischen Rückstellungen	GBP Mio.	0,9	1,6	8,8	23,0
Anteil Rückvers. an den Prämienüberträgen	GBP Mio.	0,0	0,7	6,3	13,3
Anteil Rückvers. an den ausstehenden Ansprüchen	GBP Mio.	0,9	0,9	2,5	9,7
Forderungen	GBP Mio.	9,3	11,8	24,0	36,8
Forderungen aus Direktversicherungen	GBP Mio.	8,5	10,9	22,5	31,2
Forderungen aus Rückversicherungen	GBP Mio.	0,0	0,4	0,7	4,3
Sonstige Forderungen	GBP Mio.	0,8	0,5	0,7	1,4
Forderungen aus L&L und Rechnungsabgrenzungsposten	GBP Mio.	0,1	1,0	6,2	8,4
Aufgelaufene Zinsen	GBP Mio.	0,1	0,9	0,1	0,2
Akquisitionskosten	GBP Mio.	0,0	0,0	6,0	8,1
Sonstige Vorauszahlungen	GBP Mio.	0,0	0,1	0,1	0,1
Barreserven und andere liquide Mittel	GBP Mio.	1,9	3,1	4,2	9,6
Summe Aktiva	GBP Mio.	12,7	23,6	58,1	94,8
Eigenkapital	GBP Mio.	2,3	5,1	8,2	8,7
Eigenkapitalquote	%	18,5%	21,6%	14,0%	9,2%
Grundkapital	GBP Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0
Kapitalrücklagen	GBP Mio.	0,7	0,7	0,7	0,7
Gewinnvortrag	GBP Mio.	1,6	4,4	7,4	8,0
Minderheitsanteile	GBP Mio.	0,2	0,1	0,7	2,5
Versicherungstechnische Rückstellungen	GBP Mio.	7,0	13,5	34,5	61,0
Rückstellungen für Prämienüberträge	GBP Mio.	5,3	10,2	23,8	34,4
Rückstellungen auf Versicherungsansprüche	GBP Mio.	1,7	3,3	10,7	26,6
Verbindlichkeiten	GBP Mio.	3,1	4,8	13,5	19,4
Verbindlichkeiten aus Direktversicherungen	GBP Mio.	0,0	0,1	1,8	3,4
Verbindlichkeiten aus Rückversicherungen	GBP Mio.	0,0	0,8	7,1	11,9
Verbindlichkeiten gegenüber Kreditinstituten	GBP Mio.	0,9	0,0	0,0	0,0
Sonstige Verbindlichkeiten	GBP Mio.	2,1	3,8	4,6	4,1
Anleihe	GBP Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0
Rechnungsabgrenzungsposten	GBP Mio.	0,1	0,1	1,3	3,2
Summe Passiva	GBP Mio.	12,7	23,6	58,1	94,8

QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL PROGNOSEN

Bilanz 2012/13-2016/17e

		2012/13	2013/14e	2014/15e	2015/16e	2016/17e
Langfristiges Vermögen	GBP Mio.	24,3	35,8	45,0	56,3	70,3
Grundstücke	GBP Mio.	2,1	1,1	1,1	1,1	1,1
Finanzinvestitionen	GBP Mio.	22,3	34,7	43,9	55,2	69,3
davon Wertpapiere	GBP Mio.	9,5	28,0	28,0	28,0	28,0
davon Spareinlagen	GBP Mio.	12,8	6,7	15,9	27,2	41,3
Goodwill	GBP Mio.	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2
Langfristige Vermögenswerte	GBP Mio.	0,2	0,6	0,7	0,9	1,1
Anteil der Rückvers. an technischen Rückstellungen	GBP Mio.	47,7	78,8	116,0	161,1	215,8
Anteil Rückvers. an den Prämienüberträgen	GBP Mio.	22,8	36,6	53,3	73,5	98,0
Anteil Rückvers. an den ausstehenden Ansprüchen	GBP Mio.	24,9	42,3	62,7	87,6	117,8
Forderungen	GBP Mio.	57,8	114,5	140,8	171,7	207,6
Forderungen aus Direktversicherungen	GBP Mio.	41,5	72,5	89,1	108,6	131,4
Forderungen aus Rückversicherungen	GBP Mio.	13,3	34,5	42,4	51,7	62,5
Sonstige Forderungen	GBP Mio.	2,9	7,6	9,3	11,4	13,7
Forderungen aus L&L und Rechnungsabgrenzungsposten	GBP Mio.	14,2	10,4	11,0	11,9	12,8
Aufgelaufene Zinsen	GBP Mio.	0,3	0,7	0,9	1,1	1,3
Akquisitionskosten	GBP Mio.	13,1	7,4	7,4	7,4	7,4
Sonstige Vorauszahlungen	GBP Mio.	0,9	2,3	2,8	3,4	4,1
Barreserven und andere liquide Mittel	GBP Mio.	21,1	22,4	29,4	38,1	20,7
Summe Aktiva	GBP Mio.	165,5	262,8	343,2	440,3	528,6
Eigenkapital	GBP Mio.	-4,0	6,6	13,3	21,1	29,8
Eigenkapitalquote	%	-2,4%	2,5%	3,9%	4,8%	5,6%
Grundkapital	GBP Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Kapitalrücklagen	GBP Mio.	0,7	0,7	0,7	0,7	0,7
Gewinnvortrag	GBP Mio.	-4,7	5,9	12,6	20,4	29,1
Minderheitsanteile	GBP Mio.	2,6	2,6	2,6	2,6	2,6
Versicherungstechnische Rückstellungen	GBP Mio.	111,3	166,4	231,2	308,9	402,2
Rückstellungen für Prämienüberträge	GBP Mio.	53,2	80,1	112,7	152,4	200,4
Rückstellungen auf Versicherungsansprüche	GBP Mio.	58,0	86,3	118,4	156,5	201,8
Verbindlichkeiten	GBP Mio.	50,2	78,6	86,2	96,1	80,4
Verbindlichkeiten aus Direktversicherungen	GBP Mio.	3,8	6,0	6,9	8,1	9,5
Verbindlichkeiten aus Rückversicherungen	GBP Mio.	23,2	36,5	42,0	49,1	58,0
Verbindlichkeiten gegenüber Kreditinstituten	GBP Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Sonstige Verbindlichkeiten	GBP Mio.	5,2	8,1	9,4	10,9	12,9
Anleihe	GBP Mio.	18,0	28,0	28,0	28,0	0,0
Rechnungsabgrenzungsposten	GBP Mio.	5,5	8,6	9,9	11,6	13,6
Summe Passiva	GBP Mio.	165,5	262,8	343,2	440,3	528,6
QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL PROGNOSEN						

Bilanz (Normalisierte Fassung) 2008/09-2011/12 (9M)

		2008/09	2009/10	2010/11	2011/12 (9M)
Langfristiges Vermögen	%	0,0%	23,4%	24,9%	17,0%
Grundstücke	%	0,0%	0,0%	1,6%	1,1%
Finanzinvestitionen	%	0,0%	23,4%	23,3%	15,9%
davon Wertpapiere	%	0,0%	14,9%	4,7%	0,0%
davon Spareinlagen	%	0,0%	8,5%	18,7%	15,9%
Goodwill	%	3,6%	1,6%	0,5%	0,3%
Langfristige Vermögenswerte	%	0,7%	0,4%	0,3%	0,7%
Anteil der Rückvers. an technischen Rückstellungen	%	6,9%	6,8%	15,1%	24,2%
Anteil Rückvers. an den Prämienüberträgen	%	0,0%	3,0%	10,8%	14,0%
Anteil Rückvers. an den ausstehenden Ansprüchen	%	6,9%	3,8%	4,3%	10,2%
Forderungen	%	73,0%	50,2%	41,2%	38,8%
Forderungen aus Direktversicherungen	%	66,9%	46,4%	38,7%	32,9%
Forderungen aus Rückversicherungen	%	0,0%	1,7%	1,3%	4,5%
Sonstige Forderungen	%	6,0%	2,2%	1,2%	1,4%
Forderungen aus L&L und Rechnungsabgrenzungsposten	%	0,7%	4,3%	10,7%	8,9%
Aufgelaufene Zinsen	%	0,5%	3,9%	0,2%	0,2%
Akquisitionskosten	%	0,0%	0,0%	10,3%	8,5%
Sonstige Vorauszahlungen	%	0,3%	0,3%	0,2%	0,1%
Barreserven und andere liquide Mittel	%	15,0%	13,3%	7,2%	10,1%
Summe Aktiva	%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%
Eigenkapital	%	18,5%	21,6%	14,0%	9,2%
Grundkapital	%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Kapitalrücklagen	%	5,5%	3,0%	1,2%	0,7%
Gewinnvortrag	%	13,0%	18,7%	12,8%	8,5%
Minderheitsanteile	%	1,4%	0,2%	1,2%	2,6%
Versicherungstechnische Rückstellungen	%	55,1%	57,3%	59,4%	64,4%
Rückstellungen für Prämienüberträge	%	41,7%	43,5%	40,9%	36,3%
Rückstellungen auf Versicherungsansprüche	%	13,3%	13,8%	18,5%	28,1%
Verbindlichkeiten	%	24,1%	20,2%	23,2%	20,5%
Verbindlichkeiten aus Direktversicherungen	%	0,0%	0,5%	3,1%	3,6%
Verbindlichkeiten aus Rückversicherungen	%	0,0%	3,4%	12,2%	12,6%
Verbindlichkeiten gegenüber Kreditinstituten	%	7,2%	0,0%	0,0%	0,0%
Sonstige Verbindlichkeiten	%	16,8%	16,3%	7,9%	4,3%
Anleihe	%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Rechnungsabgrenzungsposten	%	1,0%	0,6%	2,2%	3,4%
Summe Passiva	%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%
QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL PROGNOSEN					

Bilanz (Normalisierte Fassung) 2012/13-2016/17e

		2012/13	2013/14e	2014/15e	2015/16e	2016/17e
Langfristiges Vermögen	%	14,7%	13,6%	13,1%	12,8%	13,3%
Grundstücke	%	1,2%	0,4%	0,3%	0,2%	0,2%
Finanzinvestitionen	%	13,5%	13,2%	12,8%	12,5%	13,1%
davon Wertpapiere	%	5,7%	10,7%	8,2%	6,4%	5,3%
davon Spareinlagen	%	7,7%	2,6%	4,6%	6,2%	7,8%
Goodwill	%	0,1%	0,1%	0,1%	0,1%	0,0%
Langfristige Vermögenswerte	%	0,1%	0,2%	0,2%	0,2%	0,2%
Anteil der Rückvers. an technischen Rückstellungen	%	28,8%	30,0%	33,8%	36,6%	40,8%
Anteil Rückvers. an den Prämienüberträgen	%	13,8%	13,9%	15,5%	16,7%	18,5%
Anteil Rückvers. an den ausstehenden Ansprüchen	%	15,0%	16,1%	18,3%	19,9%	22,3%
Forderungen	%	34,9%	43,6%	41,0%	39,0%	39,3%
Forderungen aus Direktversicherungen	%	25,1%	27,6%	26,0%	24,7%	24,9%
Forderungen aus Rückversicherungen	%	8,0%	13,1%	12,4%	11,7%	11,8%
Sonstige Forderungen	%	1,8%	2,9%	2,7%	2,6%	2,6%
Forderungen aus L&L und Rechnungsabgrenzungsposten	%	8,6%	3,9%	3,2%	2,7%	2,4%
Aufgelaufene Zinsen	%	0,2%	0,3%	0,3%	0,2%	0,2%
Akquisitionskosten	%	7,9%	2,8%	2,2%	1,7%	1,4%
Sonstige Vorauszahlungen	%	0,5%	0,9%	0,8%	0,8%	0,8%
Barreserven und andere liquide Mittel	%	12,8%	8,5%	8,6%	8,7%	3,9%
Summe Aktiva	%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%
Eigenkapital	%	-2,4%	2,5%	3,9%	4,8%	5,6%
Grundkapital	%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Kapitalrücklagen	%	0,4%	0,3%	0,2%	0,2%	0,1%
Gewinnvortrag	%	-2,8%	2,2%	3,7%	4,6%	5,5%
Minderheitsanteile	%	1,6%	1,0%	0,8%	0,6%	0,5%
Versicherungstechnische Rückstellungen	%	67,2%	63,3%	67,4%	70,2%	76,1%
Rückstellungen für Prämienüberträge	%	32,2%	30,5%	32,8%	34,6%	37,9%
Rückstellungen auf Versicherungsansprüche	%	35,1%	32,8%	34,5%	35,5%	38,2%
Verbindlichkeiten	%	30,3%	29,9%	25,1%	21,8%	15,2%
Verbindlichkeiten aus Direktversicherungen	%	2,3%	2,3%	2,0%	1,8%	1,8%
Verbindlichkeiten aus Rückversicherungen	%	14,0%	13,9%	12,2%	11,2%	11,0%
Verbindlichkeiten gegenüber Kreditinstituten	%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Sonstige Verbindlichkeiten	%	3,1%	3,1%	2,7%	2,5%	2,4%
Anleihe	%	10,9%	10,7%	8,2%	6,4%	0,0%
Rechnungsabgrenzungsposten	%	3,3%	3,3%	2,9%	2,6%	2,6%
Summe Passiva	%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%
QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL PROGNOSEN						

Cashflow-Statement 2008/09-2011/12 (9M)

		2008/09	2009/10	2010/11	2011/12 (9M)
Ergebnis vor Steuern und Minderheitsanteilen	GBP Mio.	1,8	2,8	3,2	2,2
Abschreibungen	GBP Mio.	0,1	0,1	0,1	0,1
Amortisationen	GBP Mio.	0,1	0,1	0,1	0,1
Δ Forderungen aus Lief. und Leistungen	GBP Mio.	0,0	-3,5	-16,1	-15,5
Δ Versicherungstechnische Rückstellungen	GBP Mio.	0,0	5,8	13,8	12,4
Δ Verbindlichkeiten Lieferung und Leistung	GBP Mio.	0,0	2,7	9,7	7,7
Δ Minderheitsanteile	GBP Mio.	0,0	-0,1	0,7	1,7
Zinsertrag	GBP Mio.	0,0	0,0	-0,1	-0,3
Zinsaufwand	GBP Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0
Unrealisierte Gewinne	GBP Mio.	0,0	0,0	-0,1	0,0
Operativer Cashflow	GBP Mio.	2,0	7,8	11,1	8,5
Zinsertrag	GBP Mio.	0,0	0,0	0,1	0,3
Zinsaufwand	GBP Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0
Ergebnis aus Kapitalanlagen	GBP Mio.	0,0	0,0	0,1	0,2
Gezahlte Steuern	GBP Mio.	0,0	0,0	0,0	-0,3
Investitionen in Sachanlagen	GBP Mio.	0,0	-0,1	-0,1	-0,6
Investitionen in Immobilien	GBP Mio.	0,0	0,0	-0,8	-0,2
Bereinigungen	GBP Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0
Investiver Cashflow	GBP Mio.	0,0	-0,1	-0,9	-0,8
Free Cashflow	GBP Mio.	2,0	7,7	10,3	7,6
Aufnahme von Verbindlichkeiten	GBP Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0
Tilgung von Verbindlichkeiten	GBP Mio.	0,0	-0,9	0,0	0,0
Finanz-Cashflow	GBP Mio.	0,0	-0,9	0,0	0,0
Zahlungsmittelzufluss (netto)	GBP Mio.	2,0	6,7	10,3	7,6
Liquide Mittel am Anfang der Periode	GBP Mio.	0,0	1,9	8,6	19,0
Liquide Mittel am Ende der Periode	GBP Mio.	1,9	8,6	19,0	26,6
Cashflows wurden wie folgt investiert:	GBP Mio.	0,0	6,7	10,3	7,6
Zuwachs an liquiden Mitteln	GBP Mio.	0,0	1,2	1,0	5,4
Zuwachs an Finanzanlagen	GBP Mio.	0,0	5,5	8,1	1,5
Liquide Mittel am Anfang der Periode	GBP Mio.	0,0	1,9	3,1	4,2
Liquide Mittel am Ende der Periode	GBP Mio.	1,9	3,1	4,2	9,6
QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL PROGNOSEN					

Cashflow-Statement 2012/13-2016/17e

		2012/13	2013/14e	2014/15e	2015/16e	2016/17e
Ergebnis vor Steuern und Minderheitsanteilen	GBP Mio.	-12,6	11,7	7,4	8,7	9,7
Abschreibungen	GBP Mio.	0,1	0,2	0,3	0,3	0,4
Amortisationen	GBP Mio.	0,1	0,1	0,2	0,3	0,4
Δ Forderungen aus Lief. und Leistungen	GBP Mio.	-26,8	-52,9	-26,9	-31,7	-36,9
Δ Versicherungstechnische Rückstellungen	GBP Mio.	25,5	24,0	27,6	32,5	38,6
Δ Verbindlichkeiten Lieferung und Leistung	GBP Mio.	15,1	21,5	8,9	11,6	14,4
Δ Minderheitsanteile	GBP Mio.	0,2	0,0	0,0	0,0	0,0
Zinsertrag	GBP Mio.	-0,6	-0,7	-1,0	-1,3	-1,6
Zinsaufwand	GBP Mio.	0,0	2,0	2,0	2,0	1,5
Unrealisierte Gewinne	GBP Mio.	0,4	0,0	0,0	0,0	0,0
Operativer Cashflow	GBP Mio.	1,3	5,9	18,5	22,3	26,4
Zinsertrag	GBP Mio.	0,6	0,7	1,0	1,3	1,6
Zinsaufwand	GBP Mio.	0,0	-2,0	-2,0	-2,0	-1,5
Ergebnis aus Kapitalanlagen	GBP Mio.	0,5	-1,2	-0,9	-0,6	0,1
Gezahlte Steuern	GBP Mio.	-0,3	-1,2	-0,7	-0,9	-1,0
Investitionen in Sachanlagen	GBP Mio.	-0,1	-0,5	-0,4	-0,5	-0,6
Investitionen in Immobilien	GBP Mio.	0,0	1,0	0,0	0,0	0,0
Bereinigungen	GBP Mio.	0,0	0,0	-0,2	-0,3	-0,4
Investiver Cashflow	GBP Mio.	-0,1	0,4	-0,7	-0,8	-0,9
Free Cashflow	GBP Mio.	1,5	4,0	16,2	20,0	24,6
Aufnahme von Verbindlichkeiten	GBP Mio.	17,8	9,2	0,0	0,0	-28,0
Tilgung von Verbindlichkeiten	GBP Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Finanz-Cashflow	GBP Mio.	17,8	9,2	0,0	0,0	-28,0
Zahlungsmittelzufluss (netto)	GBP Mio.	19,3	13,1	16,2	20,0	-3,4
Liquide Mittel am Anfang der Periode	GBP Mio.	26,6	46,0	59,1	75,3	95,3
Liquide Mittel am Ende der Periode	GBP Mio.	46,0	59,1	75,3	95,3	92,0
Cashflows wurden wie folgt investiert:	GBP Mio.	19,3	13,1	16,2	20,0	-3,4
Zuwachs an liquiden Mitteln	GBP Mio.	12,1	0,7	7,0	8,7	-17,4
Zuwachs an Finanzanlagen	GBP Mio.	7,2	12,4	9,2	11,3	14,0
Liquide Mittel am Anfang der Periode	GBP Mio.	9,6	21,7	22,4	29,4	38,1
Liquide Mittel am Ende der Periode	GBP Mio.	21,7	22,4	29,4	38,1	20,7
QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL PROGNOSEN						

Segmente 2008/09-2011/12 (9M)

		2008/09	2009/10	2010/11	2011/12 (9M)
Gebuchte Bruttoprämien	GBP Mio.	9,8	21,0	51,9	75,2
Automobil	GBP Mio.	0,0	4,2	36,1	54,6
Feuer und Grundstück	GBP Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0
Rechtsschutz	GBP Mio.	2,4	6,5	5,5	14,5
Hausrat	GBP Mio.	0,0	1,4	2,0	1,8
Sonstige	GBP Mio.	7,4	8,9	8,2	4,3
YoY	%	n/a	115,0%	147,6%	n/a
Automobil	%	n/a	n/a	753,1%	n/a
Feuer und Grundstück	%	n/a	n/a	n/a	n/a
Rechtsschutz	%	n/a	173,6%	-14,5%	n/a
Hausrat	%	n/a	4208,2%	46,8%	n/a
Sonstige	%	n/a	20,5%	-7,5%	n/a
in %	%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%
Automobil	%	0,0%	20,2%	69,6%	72,6%
Feuer und Grundstück	%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Rechtsschutz	%	24,3%	30,9%	10,7%	19,3%
Hausrat	%	0,3%	6,6%	3,9%	2,4%
Sonstige	%	75,4%	42,2%	15,8%	5,7%
Rückversicherungsbilanz	GBP Mio.	0,1	0,4	3,0	-5,5
Automobil	GBP Mio.	0,0	0,5	2,8	-3,3
Feuer und Grundstück	GBP Mio.	0,0	0,0	0,0	0,2
Rechtsschutz	GBP Mio.	0,0	0,0	0,8	-3,0
Hausrat	GBP Mio.	0,1	-0,1	-0,6	0,0
Sonstige	GBP Mio.	0,0	0,0	0,0	0,6
QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL PROGNOSEN					

Segmente 2012/13-2016/17e

		2012/13	2013/14e	2014/15e	2015/16e	2016/17e
Gebuchte Bruttoprämien	GBP Mio.	134,8	202,2	248,6	303,1	366,6
Automobil	GBP Mio.	106,4	170,2	212,8	263,3	322,6
Feuer und Grundstück	GBP Mio.	0,2	0,3	0,3	0,4	0,5
Rechtsschutz	GBP Mio.	14,0	16,8	19,9	23,5	27,3
Hausrat	GBP Mio.	7,2	7,5	7,8	8,1	8,2
Sonstige	GBP Mio.	7,0	7,4	7,6	7,9	8,0
YoY	%	79,3%	50,0%	22,9%	22,0%	20,9%
Automobil	%	94,9%	60,0%	25,0%	23,8%	22,5%
Feuer und Grundstück	%	n/a	20,0%	18,8%	17,6%	16,4%
Rechtsschutz	%	-3,6%	20,0%	18,8%	17,6%	16,4%
Hausrat	%	301,2%	5,0%	4,0%	2,9%	1,9%
Sonstige	%	62,1%	5,0%	4,0%	2,9%	1,9%
in %	%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%
Automobil	%	78,9%	84,2%	85,6%	86,9%	88,0%
Feuer und Grundstück	%	0,2%	0,1%	0,1%	0,1%	0,1%
Rechtsschutz	%	10,4%	8,3%	8,0%	7,7%	7,4%
Hausrat	%	5,3%	3,7%	3,2%	2,7%	2,2%
Sonstige	%	5,2%	3,6%	3,1%	2,6%	2,2%
Rückversicherungsbilanz	GBP Mio.	-11,5	-15,9	-19,7	-24,2	-29,3
Automobil	GBP Mio.	-8,0	-12,8	-16,0	-19,8	-24,2
Feuer und Grundstück	GBP Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Rechtsschutz	GBP Mio.	-2,6	-3,1	-3,7	-4,3	-5,0
Hausrat	GBP Mio.	-0,2	-0,2	-0,2	-0,2	-0,2
Sonstige	GBP Mio.	-0,8	0,1	0,1	0,1	0,1
QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL PROGNOSEN						

Auf einen Blick I 2008/09-2011/12 (9M)

		2008/09	2009/10	2010/11	2011/12 (9M)
Key Data					
Gebuchte Bruttoprämien	GBP Mio.	9,8	21,0	51,9	75,2
Gebuchte Nettoprämien	GBP Mio.	9,8	19,4	38,8	42,7
Verdiente Beiträge für eigene Rechnung	GBP Mio.	4,5	15,2	30,9	39,1
Versicherungstechnisches Ergebnis	GBP Mio.	3,3	4,5	7,2	7,7
Ergebnis aus Kapitalanlagen	GBP Mio.	0,0	0,0	0,1	0,3
Ergebnis vor Ertragsteuern	GBP Mio.	1,8	2,8	3,2	2,2
Ergebnis nach Steuern	GBP Mio.	1,8	2,8	3,0	1,8
Anzahl Mitarbeiter		12	13	19	25
Profitabilitätskennzahlen					
Gebuchte Bruttoprämien	%	100,0%	92,7%	74,8%	56,8%
Abgegebene Rückversicherungsbeiträge	%	0,0%	7,3%	25,2%	43,2%
Aufwendungen für Versicherungsfälle	%	-21,3%	-48,3%	-61,0%	-59,9%
davon Schadenaufwendungen (netto)	%	-17,0%	-38,0%	-42,0%	-37,5%
davon Δ Rückstellungen	%	-4,3%	-10,2%	-18,9%	-22,4%
Aufwendungen für den Versicherungsbetrieb	%	-2,5%	-17,0%	-12,4%	-22,5%
Combined Ratio	%	23,8%	65,3%	73,4%	82,3%
Operating Ratio	%	23,3%	65,3%	73,0%	81,7%
Schadenquote	%	21,3%	48,3%	61,0%	59,9%
Versicherungstechnische Rückst. /Verdiente Prämien	%	136,1%	78,3%	83,3%	97,4%
Versicherungstechnisches Ergebnis	%	73,6%	29,8%	23,4%	19,7%
Ergebnis vor Ertragsteuern	%	40,6%	18,1%	10,4%	5,7%
Ergebnis nach Steuern	%	40,6%	18,1%	9,9%	4,6%
ROE	%	72,2%	53,4%	43,5%	18,0%
ROA	%	14,4%	11,7%	7,5%	2,4%
Wachstumsraten					
Gebuchte Bruttoprämien	%	390,5%	115,0%	147,6%	44,8%
Gebuchte Nettoprämien	%	390,5%	99,3%	99,7%	9,9%
Verdiente Beiträge für eigene Rechnung	%	n/a	238,7%	103,1%	26,6%
Versicherungstechnisches Ergebnis	%	n/a	37,4%	59,3%	6,4%
Ergebnis aus Kapitalanlagen	%	n/a	-92,9%	9076,3%	105,1%
Ergebnis vor Ertragsteuern	%	n/a	51,0%	16,4%	-30,8%
Ergebnis nach Steuern	%	n/a	51,0%	10,8%	-40,7%
Anzahl Mitarbeiter	%	-40,0%	8,3%	46,2%	31,6%
QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL PROGNOSEN					

Auf einen Blick I 2012/13-2016/17e

		2012/13	2013/14e	2014/15e	2015/16e	2016/17e
Key Data						
Gebuchte Bruttoprämien	GBP Mio.	134,8	202,2	248,6	303,1	366,6
Gebuchte Nettoprämien	GBP Mio.	77,3	116,9	138,3	167,1	200,4
Verdiente Beiträge für eigene Rechnung	GBP Mio.	68,0	103,8	122,3	147,7	176,9
Versicherungstechnisches Ergebnis	GBP Mio.	-0,7	18,6	16,4	19,0	21,3
Ergebnis aus Kapitalanlagen	GBP Mio.	0,6	0,7	1,0	1,3	1,6
Ergebnis vor Ertragsteuern	GBP Mio.	-12,6	11,7	7,4	8,7	9,7
Ergebnis nach Steuern	GBP Mio.	-12,8	10,6	6,7	7,8	8,7
Anzahl Mitarbeiter		32	42	52	62	72
Profitabilitätskennzahlen						
Gebuchte Bruttoprämien	%	57,3%	57,8%	55,6%	55,1%	54,7%
Abgegebene Rückversicherungsbeiträge	%	42,7%	42,2%	44,4%	44,9%	45,3%
Aufwendungen für Versicherungsfälle	%	-68,4%	-59,7%	-61,4%	-62,3%	-63,4%
davon Schadenaufwendungen (netto)	%	-44,5%	-41,7%	-43,2%	-44,2%	-45,2%
davon Δ Rückstellungen	%	-23,8%	-18,0%	-18,1%	-18,1%	-18,2%
Aufwendungen für den Versicherungsbetrieb	%	-32,2%	-23,4%	-25,5%	-24,9%	-24,4%
Combined Ratio	%	100,6%	83,1%	86,9%	87,2%	87,8%
Operating Ratio	%	99,8%	82,4%	86,1%	86,3%	87,0%
Schadenquote	%	68,4%	59,7%	61,4%	62,3%	63,4%
Versicherungstechnische Rückst. / Verdiente Prämien	%	93,5%	84,4%	94,2%	100,0%	105,3%
Versicherungstechnisches Ergebnis	%	-1,0%	17,9%	13,4%	12,9%	12,0%
Ergebnis vor Ertragsteuern	%	-18,5%	11,3%	6,1%	5,9%	5,5%
Ergebnis nach Steuern	%	-18,8%	10,2%	5,5%	5,3%	4,9%
ROE	%	926,4%	115,0%	42,2%	32,9%	26,9%
ROA	%	-7,7%	4,0%	2,0%	1,8%	1,6%
Wachstumsraten						
Gebuchte Bruttoprämien	%	n/a	50,0%	22,9%	22,0%	20,9%
Gebuchte Nettoprämien	%	n/a	51,3%	18,3%	20,9%	19,9%
Verdiente Beiträge für eigene Rechnung	%	n/a	52,6%	17,9%	20,7%	19,8%
Versicherungstechnisches Ergebnis	%	n/a	-2915,3%	-11,4%	15,6%	11,8%
Ergebnis aus Kapitalanlagen	%	n/a	29,5%	42,6%	28,9%	17,2%
Ergebnis vor Ertragsteuern	%	n/a	-193,2%	-36,6%	16,5%	11,6%
Ergebnis nach Steuern	%	n/a	-182,9%	-36,6%	16,5%	11,6%
Anzahl Mitarbeiter	%	n/a	31,3%	23,8%	19,2%	16,1%
QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL PROGNOSEN						

Auf einen Blick II 2008/09-2011/12 (9M)

		2008/09	2009/10	2010/11	2011/12 (9M)
Bilanzkennzahlen					
Langfristiges Vermögen	GBP Mio.	0,0	5,5	14,5	16,1
Langfristiges Vermögen (Durchschnitt)	GBP Mio.	0,0	2,8	10,0	15,3
davon Finanzinvestitionen	GBP Mio.	0,0	5,5	13,6	15,1
davon Finanzinvestitionen (Durchschnitt)	GBP Mio.	0,0	5,5	9,5	14,3
Versicherungstechnische Rückstellungen	GBP Mio.	7,0	13,5	34,5	61,0
Versicherungstechnische Rückstellungen (netto)	GBP Mio.	6,1	11,9	25,7	38,1
Eigenkapital	GBP Mio.	2,5	5,2	8,9	11,2
Eigenkapital (Durchschnitt)	GBP Mio.	2,5	5,2	7,0	10,0
EK-Quote	%	18,5%	21,6%	14,0%	9,2%
Nettoverschuldung	GBP Mio.	-1,9	-3,1	-4,2	-9,6
Financial Leverage (Finanzverb./Eigenkapital)	%	39,0%	-0,1%	-1,5%	0,3%
Kennzahlen aus dem Versicherungswesen					
Verdiente Beiträge/EK	x	3,9	3,8	5,5	4,3
Versicherungstechnische Rückstellungen (netto)/EK	x	2,4	2,3	3,7	3,8
Versicherungstechnische Rückst. vs. Bruttoprämien	%	71,6%	64,4%	66,4%	81,2%
Versicherungstechnische Rückst. vs. Nettoprämien	%	62,6%	61,2%	66,2%	89,2%
Technischer Deckungsgrad	%	71,6%	69,4%	88,8%	142,9%
Leverage (netto)	x	7,6	6,9	8,7	9,2
Leverage (brutto)	x	7,9	7,2	9,7	11,3
Finanzinvestitionen/Verdiente Beiträge	%	0,0%	36,2%	30,9%	36,6%
Ergebnis aus Kapitalanlagen/Finanzinvestitionen	%	n/a	0,0%	1,3%	2,0%
Liquiditätsquote	%	31,3%	26,4%	16,3%	25,2%
Leverage Ratio	x	0,0	1,1	1,7	1,7
Δ Nettoschadenrückstellungen/EK	%	-7,6%	-30,2%	-83,5%	-87,2%
Δ Nettoschadenrückstellungen/Jahresüberschuss	%	-10,5%	-56,6%	-191,9%	-484,2%
Δ Schadenrückstellungen/Verdiente Beiträge	%	-4,3%	-10,2%	-18,9%	-22,4%
Schadenreservierung	%	-914,3%	-219,6%	-253,9%	-293,5%
Anteil RV an ausstehenden Ansprüchen/EK	%	0,0%	7,9%	8,3%	38,3%
Zinsdeckungsgrad (EBIT/Zinsaufwand)	x	n/a	92,2	115,5	105,7
QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL PROGNOSEN					

Auf einen Blick II 2012/13-2016/17e

		2012/13	2013/14e	2014/15e	2015/16e	2016/17e
Bilanzkennzahlen						
Langfristiges Vermögen	GBP Mio.	24,3	35,8	45,0	56,3	70,3
Langfristiges Vermögen (Durchschnitt)	GBP Mio.	24,3	35,8	45,0	56,3	70,3
davon Finanzinvestitionen	GBP Mio.	22,3	34,7	43,9	55,2	69,3
davon Finanzinvestitionen (Durchschnitt)	GBP Mio.	22,3	34,7	43,9	55,2	69,3
Versicherungstechnische Rückstellungen	GBP Mio.	111,3	166,4	231,2	308,9	402,2
Versicherungstechnische Rückstellungen (netto)	GBP Mio.	63,6	87,6	115,2	147,7	186,4
Eigenkapital	GBP Mio.	-1,4	9,2	15,9	23,7	32,4
Eigenkapital (Durchschnitt)	GBP Mio.	-1,4	9,2	15,9	23,7	32,4
EK-Quote	%	-2,4%	2,5%	3,9%	4,8%	5,6%
Nettoverschuldung	GBP Mio.	-3,1	5,6	-1,4	-10,1	-20,7
Financial Leverage (Finanzverb./Eigenkapital)	%	-448,4%	426,6%	211,3%	133,0%	0,0%
Kennzahlen aus dem Versicherungswesen						
Verdiente Beiträge/EK	x	-56,2	12,7	8,7	7,1	6,2
Versicherungstechnische Rückstellungen (netto)/EK	x	-46,2	9,5	7,3	6,2	5,8
Versicherungstechnische Rückstellungen vs. Bruttoprämien	%	82,5%	82,3%	93,0%	101,9%	109,7%
Versicherungstechnische Rückstellungen vs. Nettoprämien	%	82,2%	74,9%	83,3%	88,4%	93,0%
Technischer Deckungsgrad	%	143,9%	142,3%	167,2%	184,8%	200,7%
Leverage (netto)	x	-142,8	31,7	22,0	17,8	14,9
Leverage (brutto)	x	-177,4	40,3	29,3	24,6	21,6
Finanzinvestitionen/Verdiente Beiträge	%	32,7%	33,4%	35,9%	37,4%	39,2%
Ergebnis aus Kapitalanlagen/Finanzinvestitionen	%	2,5%	2,0%	2,4%	2,4%	2,3%
Liquiditätsquote	%	33,2%	25,6%	25,5%	25,8%	11,1%
Leverage Ratio	x	-5,6	5,3	3,3	2,6	2,3
Δ Nettoschadenrückstellungen/EK	%	1177,4%	-203,4%	-139,6%	-112,9%	-99,6%
Δ Nettoschadenrückstellungen/Jahresüberschuss	%	127,1%	-176,9%	-331,2%	-342,6%	-370,5%
Δ Schadenrückstellungen/Verdiente Beiträge	%	-23,8%	-18,0%	-18,1%	-18,1%	-18,2%
Schadenreservierung	%	-238,7%	-235,8%	-268,9%	-291,5%	-310,6%
Anteil RV an ausstehenden Ansprüchen/EK	%	-967,8%	375,3%	266,8%	218,2%	193,0%
Zinsdeckungsgrad (EBIT/Zinsaufwand)	x	-450,0	7,0	4,8	5,4	7,6
QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL PROGNOSEN						

DVFA-Kennzahlen 2008/09-2011/12 (9M)

		2008/09	2009/10	2010/11	2011/12 (9M)
Kennzahlen zur Kapitaldienstdeckung					
EBITDA Interest Coverage	x	n/a	96,8	120,2	113,4
EBIT Interest Coverage	x	n/a	92,2	115,5	105,7
Kennzahlen zur Verschuldung					
Total Debt/EBITDA	x	0,4	0,0	0,0	0,0
Total Net Debt/EBITDA	x	-0,5	-1,1	-1,3	-4,0
Kennzahlen zur Kapitalstruktur					
Risk Bearing Capital	x	0,2	0,2	0,2	0,1
Total Debt/Capital	x	0,3	0,0	0,0	0,0
Erweiterte Kennzahlen					
EBITDA	GBP Mio.	2,0	2,9	3,3	2,4
EBIT	GBP Mio.	1,8	2,8	3,2	2,2
Bruttoprämien	GBP Mio.	9,8	21,0	51,9	75,2
Gesamte Zinszahlungen	GBP Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0
Funds from Operations	GBP Mio.	2,0	2,9	3,2	2,0
Operativer Cashflow	GBP Mio.	2,0	7,8	10,5	6,5
Bilanzsumme	GBP Mio.	12,7	23,6	58,1	94,8
Nettoverschuldung	GBP Mio.	-1,0	-3,1	-4,2	-9,6
Free Cashflow an die Bondholder	GBP Mio.	2,0	7,7	8,7	5,0
Free Cashflow	GBP Mio.	2,0	7,8	9,6	5,8
Gesamtverschuldung	GBP Mio.	0,9	0,0	0,0	0,0
Außerbilanzielle Verpflichtungen	GBP Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0
Einbehaltene Gewinne	GBP Mio.	1,6	4,4	7,4	8,0
Finanzverbindlichkeiten/EBITDA	x	0,4	0,0	0,0	0,0
Funds from operations/Gesamtverschuldung	x	2,2	n/a	n/a	n/a
Funds from operations/Nettoverschuldung	x	-2,1	-0,9	-0,8	-0,2
Operating Cashflow t-4	GBP Mio.	n/a	n/a	n/a	n/a
Operating Cashflow t-3	GBP Mio.	n/a	n/a	n/a	2,0
Operating Cashflow t-2	GBP Mio.	n/a	n/a	2,0	7,8
Operating Cashflow t-1	GBP Mio.	n/a	2,0	7,8	11,1
Operating Cashflow t	GBP Mio.	2,0	7,8	11,1	8,5
QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL PROGNOSEN					

DVFA-Kennzahlen 2012/13-2016/17e

		2012/13	2013/14e	2014/15e	2015/16e	2016/17e
Kennzahlen zur Kapitaldienstdeckung						
EBITDA Interest Coverage	x	-443,5	7,2	5,1	5,7	8,1
EBIT Interest Coverage	x	-450,0	7,0	4,8	5,4	7,6
Kennzahlen zur Verschuldung						
Total Debt/EBITDA	x	-1,4	2,0	2,8	2,5	0,0
Total Net Debt/EBITDA	x	0,3	0,4	-0,1	-0,9	-1,7
Kennzahlen zur Kapitalstruktur						
Risk Bearing Capital	x	0,0	0,0	0,0	0,1	0,1
Total Debt/Capital	x	1,1	0,8	0,6	0,5	0,0
Erweiterte Kennzahlen						
EBITDA	GBP Mio.	-12,4	14,0	9,9	11,3	11,9
EBIT	GBP Mio.	-12,6	13,7	9,4	10,6	11,1
Bruttoprämien	GBP Mio.	134,8	202,2	248,6	303,1	366,6
Gesamte Zinszahlungen	GBP Mio.	0,0	2,0	2,0	2,0	1,5
Funds from operations	GBP Mio.	-12,6	10,9	7,2	8,4	9,5
Operativer Cashflow	GBP Mio.	1,2	3,5	16,9	20,8	25,6
Bilanzsumme	GBP Mio.	165,5	262,8	343,2	440,3	528,6
Nettoverschuldung	GBP Mio.	-3,1	5,6	0,0	-1,4	-1,4
Free Cashflow an die Bondholder	GBP Mio.	1,1	4,4	15,5	19,2	23,7
Free Cashflow	GBP Mio.	1,2	4,0	16,2	20,0	24,6
Gesamtverschuldung	GBP Mio.	18,0	28,0	28,0	28,0	0,0
Außerbilanzielle Verpflichtungen	GBP Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Einbehaltene Gewinne	GBP Mio.	-4,7	5,9	12,6	20,4	29,1
Finanzverbindlichkeiten/EBITDA	x	-1,4	2,0	2,8	2,5	0,0
Funds from operations/Gesamtverschuldung	x	-0,7	0,4	n/a	0,3	0,3
Funds from operations/Nettoverschuldung	x	4,0	1,9	n/a	-5,9	-6,6
Operating Cashflow t-4	GBP Mio.	2,0	7,8	11,1	8,5	1,3
Operating Cashflow t-3	GBP Mio.	7,8	11,1	8,5	1,3	5,9
Operating Cashflow t-2	GBP Mio.	11,1	8,5	1,3	5,9	18,5
Operating Cashflow t-1	GBP Mio.	8,5	1,3	5,9	18,5	22,3
Operating Cashflow t	GBP Mio.	1,3	5,9	18,5	22,3	26,4

QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL PROGNOSEN

Mittelstandsanleihen in Deutschland

Unternehmen	Börsenplatz	Datum	Maturity	Kurs	Rendite	Kupon	Volumen (EUR Mio.)
A. PORR AG	Entry Standard	04.12.2012	04.12.2016	101,70%	5,7%	6,3%	50,0
ADLER Real Estate AG	Entry Standard	03.04.2013	03.04.2018	98,95%	9,0%	8,8%	20,0
Air Berlin plc I	Bondm	10.11.2010	10.11.2015	105,90%	5,4%	8,5%	150,0
Air Berlin plc II	Bondm	19.04.2011	19.04.2018	105,38%	7,0%	8,3%	150,0
Air Berlin plc III	Bondm	01.11.2011	01.11.2014	105,95%	5,1%	11,5%	150,0
Albert Reiff GmbH & Co.KG	Bondm	27.05.2011	27.05.2016	103,63%	5,8%	7,3%	30,0
Albis Leasing AG	mittelstandsbörse	04.10.2011	04.10.2016	107,50%	5,0%	7,6%	50,0
Alfmeier Präzision AG	Entry Standard	29.10.2013	29.10.2018	98,92%	7,7%	7,5%	30,0
Alno AG	Entry Standard	14.05.2013	14.05.2018	94,20%	9,9%	8,5%	45,0
Bastei Lübbe GmbH & Co. KG	mittelstandsmarkt	26.10.2011	26.10.2016	111,50%	2,9%	6,8%	30,0
BDT Media Automation GmbH	Entry Standard	09.10.2012	09.10.2017	61,70%	22,3%	8,1%	30,0
Berentzen-Gruppe AG	Entry Standard	18.10.2012	18.10.2017	108,88%	4,2%	6,5%	50,0
BioEnergie Tauf. GmbH & Co. KG	m:access	30.07.2013	29.07.2020	103,80%	5,9%	6,5%	15,0
Cloud No 7 GmbH	Bondm	20.06.2013	03.07.2017	101,83%	5,5%	6,0%	35,0
Constantin Medien AG	Entry Standard	23.04.2013	23.04.2018	94,25%	8,4%	7,0%	65,0
Deutsche Rohstoff AG	Entry Standard	11.07.2013	11.07.2018	107,63%	6,3%	8,0%	100,0
DF Deutsche Forfait AG	Entry Standard	02.05.2013	27.05.2020	103,13%	7,4%	7,9%	30,0
DIC Asset AG	Entry Standard	16.05.2011	16.05.2016	104,48%	4,1%	5,9%	100,0
DIC Asset AG II	Prime Standard	09.07.2013	09.07.2018	103,50%	5,0%	5,8%	75,0
Dürr AG	Bondm	28.06.2010	28.06.2015	107,56%	2,6%	7,3%	150,0
Ekosem-Agrar GmbH	Bondm	23.03.2012	23.03.2017	103,00%	7,8%	8,8%	50,0
Ekosem-Agrar GmbH	Bondm	07.12.2012	07.12.2018	100,28%	8,4%	8,5%	60,0
Ekotechnika GmbH	Bondm	10.05.2013	10.05.2018	94,63%	11,1%	9,8%	60,0
Eno Energy GmbH	mittelstandsmarkt	30.06.2011	30.06.2016	95,05%	9,5%	7,4%	25,0
Enterprise Holdings Ltd.	Entry Standard	26.09.2012	26.09.2017	104,01%	5,9%	7,0%	35,0
eterna Mode Holding GmbH	Bondm	09.10.2012	09.10.2017	99,50%	8,1%	8,0%	35,0
Euroboden GmbH	mittelstandsmarkt	16.07.2013	16.07.2018	96,18%	8,3%	7,4%	15,0
EYEMAXX Real Estate AG	Entry Standard	26.07.2011	25.07.2016	105,45%	5,4%	7,5%	25,0
EYEMAXX Real Estate II	Entry Standard	11.04.2012	31.10.2017	103,90%	6,7%	7,8%	15,0
EYEMAXX Real Estate III	Entry Standard	26.03.2013	26.03.2019	96,23%	8,6%	7,9%	15,0
Ferratum Capital Germany GmbH	Entry Standard	21.10.2013	21.10.2018	101,73%	7,6%	8,0%	25,0
friedola Gebr. Holzapfel GmbH	mittelstandsmarkt	11.04.2012	11.04.2017	100,18%	7,2%	7,3%	25,0
Fußballclub G.-Schalke 04 e.V.	Entry Standard	11.06.2012	11.07.2019	102,32%	6,3%	6,8%	50,0
gamigo AG	Entry Standard	20.06.2013	20.06.2018	65,00%	19,1%	8,5%	15,0
Gebr. Sanders GmbH & Co. KG	Entry Standard	22.10.2013	22.10.2018	99,40%	8,9%	8,8%	22,0
German Pellets GmbH	Bondm	01.04.2011	01.04.2016	103,50%	5,7%	7,3%	80,0
German Pellets GmbH II	Bondm	09.07.2013	09.07.2018	102,95%	6,6%	7,3%	50,0
Gesellschaft für Industrief. mbH	mittelstandsmarkt	20.09.2011	19.09.2016	109,25%	5,2%	8,5%	15,0
getgoods.de AG	Bondm	02.10.2012	02.10.2017	48,13%	30,0%	7,8%	30,0
Golden Gate AG	Entry Standard	11.04.2011	11.10.2014	100,75%	5,6%	6,5%	30,0
GOLFINO AG	Entry Standard	05.04.2012	05.04.2017	104,90%	5,8%	7,3%	12,0
Grand City Properties S.A.	Entry Standard	24.07.2013	03.06.2020	100,00%	6,3%	6,3%	100,0
G. Zamek Prod. - und Handelsges.	mittelstandsmarkt	07.05.2012	15.05.2017	53,75%	28,5%	7,8%	35,0
HAHN-Immobilien-Beteiligungs AG	mittelstandsmarkt	01.10.2012	01.10.2017	105,50%	4,8%	6,3%	20,0
Hallhuber Beteiligungs GmbH	mittelstandsmarkt	18.06.2013	18.06.2018	90,47%	9,6%	7,3%	30,0
Helma Eigenheimbau AG	Entry Standard	19.09.2013	19.09.2018	103,90%	5,0%	5,9%	25,0
hkw Personalkonzepte GmbH	mittelstandsmarkt	15.11.2011	15.11.2016	81,50%	15,8%	8,3%	10,0
Homann Holzwerkstoffe GmbH	Entry Standard	14.12.2012	14.12.2017	101,23%	6,7%	7,0%	50,0
IPSAK	Bondm	06.12.2012	06.12.2019	102,33%	6,3%	6,8%	30,0

QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL PROGNOSEN

Mittelstandsanleihen in Deutschland (Forts.)

Unternehmen	Börsenplatz	Datum	Maturity	Kurs	Rendite	Kupon	Volumen (EUR Mio.)
Jacob Stauder GmbH & Co. KG	Entry Standard	23.11.2012	23.11.2017	108,00%	5,5%	7,5%	10,0
Joh. Friedrich Behrens AG	Bondm	15.03.2011	15.03.2016	104,25%	6,1%	8,0%	30,0
Karlie Group GmbH	Entry Standard	25.06.2013	25.06.2018	98,65%	7,1%	6,8%	30,0
Karlsberg Brauerei GmbH	Entry Standard	28.09.2012	28.09.2017	111,48%	4,4%	7,4%	30,0
Katjes Intern. GmbH & Co. KG	mittelstandsmarkt	19.07.2011	18.07.2016	104,50%	5,4%	7,1%	30,0
KTG Agrar AG I	Bondm	28.09.2010	28.09.2015	106,43%	3,3%	6,8%	25,0
KTG Agrar AG II	Entry Standard	07.06.2011	05.06.2017	102,38%	6,4%	7,1%	50,0
KTG Energie AG	Entry Standard	28.09.2012	27.09.2018	99,30%	7,4%	7,3%	50,0
Laurèl GmbH	Entry Standard	16.11.2012	16.11.2017	88,25%	10,5%	7,1%	20,0
MAG IAS GmbH	Bondm	08.02.2011	08.02.2016	100,15%	7,4%	7,5%	50,0
Maschinenfabrik Spaichingen GmbH	Entry Standard	15.07.2011	15.07.2016	108,75%	4,0%	7,3%	30,0
MBB CLEAN ENERGY AG	Entry Standard	06.05.2013	06.05.2019	95,50%	7,1%	6,3%	300,0
Metalcorp Group B.V.	Entry Standard	27.06.2013	27.06.2018	97,45%	9,4%	8,8%	30,0
MIFA AG	Entry Standard	06.08.2013	06.09.2018	105,53%	6,3%	7,5%	25,0
MITEC Automotive AG	Bondm	30.03.2012	29.03.2017	102,98%	6,8%	7,8%	50,0
More & More AG	Bondm	11.06.2013	11.06.2018	100,20%	8,1%	8,1%	13,0
Mox Telecom AG	Bondm	02.11.2012	02.11.2017	97,73%	7,9%	7,3%	35,0
MS "Deutschland" Betellig. mbH	Entry Standard	18.12.2012	18.12.2017	66,05%	18,2%	6,9%	60,0
MT-Energie GmbH	mittelstandsmarkt	04.04.2012	04.04.2017	19,04%	76,2%	8,3%	30,0
Nabaltec AG	Bondm	14.10.2010	14.10.2015	100,75%	6,1%	6,5%	30,0
paragon AG	Entry Standard	02.07.2013	02.07.2018	103,50%	6,5%	7,3%	20,0
Peach Property Group GmbH	Entry Standard	18.07.2011	30.07.2016	95,09%	8,6%	6,6%	50,0
Peine GmbH	Bondm	04.07.2013	04.07.2018	73,50%	15,4%	8,0%	15,0
PNE Wind AG	Prime Standard	14.05.2013	01.06.2018	100,33%	7,9%	8,0%	100,0
PosterXXL AG	m:access	27.07.2012	26.07.2017	66,25%	19,8%	7,3%	15,0
Procar Autom. GmbH & Co. KG	mittelstandsmarkt	14.10.2011	14.10.2016	101,75%	7,1%	7,8%	30,0
Rena GmbH	Bondm	15.12.2010	15.12.2015	103,45%	5,3%	7,0%	75,0
Rena GmbH II	Entry Standard	11.07.2013	11.07.2018	99,20%	8,4%	8,3%	40,0
René Lezard Mode GmbH	Entry Standard	26.11.2012	26.11.2017	86,73%	11,1%	7,3%	15,0
Rickmers Hldg. GmbH & Cie. KG	Prime Standard	11.06.2013	11.06.2018	100,10%	8,9%	8,9%	200,0
Royalbeach Vertriebs GmbH	Bondm	28.10.2011	27.10.2016	99,10%	8,5%	8,1%	25,0
Rudolf Wöhrl AG	Entry Standard	12.02.2013	12.02.2018	107,26%	4,8%	6,5%	30,0
S&T AG	Entry Standard	22.05.2013	22.05.2018	104,50%	6,2%	7,3%	15,0
S.A.G. Solarstrom AG I	Entry Standard	14.12.2010	14.12.2015	91,78%	10,7%	6,3%	50,0
S.A.G. Solarstrom AG II	Entry Standard	11.07.2011	11.07.2017	89,76%	10,7%	7,5%	50,0
SAF Holland AG	Prime Standard	31.10.2012	26.04.2018	110,25%	4,7%	7,0%	75,0
Sanha GmbH & Co.KG	Entry Standard	04.06.2013	04.06.2018	104,13%	6,8%	7,8%	25,0
SANOCHEMIA Pharmazeutika AG	Entry Standard	06.08.2012	05.08.2017	104,45%	6,5%	7,8%	15,0
Scholz AG	Entry Standard	15.02.2012	08.03.2017	87,50%	12,9%	8,5%	150,0
Seidensticker GmbH	mittelstandsmarkt	12.03.2012	12.03.2018	107,91%	5,4%	7,3%	30,0
Semper Idem Underberg GmbH	mittelstandsmarkt	20.04.2011	19.04.2016	107,10%	4,2%	7,1%	50,0
SeniVita Sozial gGmbH	Entry Standard	17.05.2011	17.05.2016	108,40%	3,2%	6,5%	15,0
Singulus Technologies AG	Entry Standard	23.03.2012	23.03.2017	93,58%	9,9%	7,8%	60,0
Steilmann-B. GmbH & Co. KG	Entry Standard	27.06.2012	27.06.2017	103,95%	6,6%	7,8%	30,0
Stern Immobilien AG	Entry Standard	23.05.2013	23.05.2018	104,14%	5,3%	6,3%	20,0
TAG Immobilien AG	Prime Standard	07.08.2013	07.08.2018	101,65%	4,8%	5,1%	200,0
Timeless Homes GmbH	mittelstandsmarkt	02.07.2013	31.12.2020	92,00%	10,3%	9,0%	10,0
Travel24.com AG	Entry Standard	17.09.2012	17.09.2017	91,35%	10,1%	7,5%	25,0
Uniwheels Holding GmbH	Bondm	19.04.2011	19.04.2016	102,78%	6,3%	7,5%	50,0
Valensina GmbH	mittelstandsmarkt	28.04.2011	27.04.2016	103,95%	5,7%	7,4%	50,0
VST Building Technologies AG	Entry Standard	02.10.2013	01.10.2019	97,52%	9,0%	8,5%	15,0

QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL PROGNOSEN

Diese Seite wurde absichtlich frei gelassen.

Diese Studie wurde erstellt durch die

Sphene capital

Großhesseloher Straße 15c | München | Deutschland | Telefon +49 (89) 74443558 | Fax +49 (89) 74443445

Disclaimer

Diese Studie wurde von der Sphene Capital GmbH erstellt und ist in der Bundesrepublik Deutschland nur zur Verteilung an Personen bestimmt, die im Zusammenhang mit ihrem Handel, Beruf oder ihrer Beschäftigung übertragbare Wertpapiere auf eigene Rechnung oder auf Rechnung anderer erwerben oder verkaufen. Diese Studie ist ausschließlich für den Gebrauch ihrer Empfänger bestimmt. Sie darf ohne schriftliche Zustimmung der Sphene Capital GmbH weder gänzlich noch teilweise vervielfältigt, noch an Dritte weiter gegeben werden. Diese Studie dient lediglich Informationszwecken und wird auf vertraulicher Basis übermittelt. Die in dieser Studie behandelten Anlagemöglichkeiten können für bestimmte Investoren nicht geeignet sein, abhängig von dem jeweiligen Anlageziel und geplanten Anlagezeitraum oder der jeweiligen Finanzlage. Diese Studie kann eine individuelle Beratung nicht ersetzen. Bitte kontaktieren Sie den Investmentberater Ihrer Bank.

Diese Studie darf in anderen Rechtsordnungen nur im Einklang mit dem dort geltenden Recht verteilt werden. Personen, die in den Besitz dieser Studie gelangen, sollten sich über die jeweils geltenden Rechtsvorschriften informieren und diese befolgen. Diese Studie oder eine Kopie von ihr darf im Vereinigten Königreich nur an folgende Empfänger verteilt werden: (a) Personen, die über berufliche Erfahrung in Anlagedingen verfügen, die unter Artikel 19(1) der „Financial Services and Markets Act 2000 (Financial Promotion) Order 2001“ (Verordnung über die Werbung für Finanzprodukte von 2001 im Rahmen des Gesetzes über Finanzdienstleistungen und Finanzmärkte von 2000) (die „Verordnung“) fallen, oder (b) Unternehmen mit umfangreichem Vermögen, die unter Artikel 49(2)(A) bis (D) der Verordnung fallen, sowie sonstige Personen, an die das Dokument gemäß Artikel 49(1) der Verordnung rechtmäßig übermittelt werden darf (alle diese Personen werden zusammen als „Relevante Personen“ bezeichnet). Jede Person, bei der es sich nicht um eine Relevante Person handelt, sollte diese Studie und deren Inhalt nicht als Informations- oder Handlungsbasis betrachten.

Diese Studie stellt weder ein Angebot noch eine Einladung zur Zeichnung oder zum Kauf eines Finanzinstruments des analysierten Unternehmens oder zum Abschluss eines Beratungsvertrags dar. Weder diese Studie noch irgendwelche Bestandteile darin bilden die Grundlage irgendeines Vertrages oder anderweitiger Verpflichtungen irgendeiner Art. Sphene Capital GmbH und mit ihr verbundene Unternehmen lehnen jegliche Haftung für Schäden im Zusammenhang mit der Veröffentlichung und/oder Verwendung dieser Studie oder ihrer Inhalte ab. Weder Sphene Capital GmbH noch ein mit ihr verbundenes Unternehmen geben eine Gewährleistung oder Zusicherung hinsichtlich der Vollständigkeit und Richtigkeit der in dieser Studie enthaltenen Informationen ab. Eine unabhängige Überprüfung der verwendeten Informationen wurde nicht vorgenommen. Alle in dieser Studie enthaltenen Bewertungen, Stellungnahmen und Vorhersagen sind diejenigen des Verfassers dieser Studie, die im Zusammenhang mit seiner Research-Tätigkeit abgegeben werden. Sie entsprechen dem Stand der Erstellung dieser Studie und können sich aufgrund künftiger Ereignisse und Entwicklungen ändern. Weder der Sphene Capital GmbH noch einem mit der Sphene Capital GmbH verbundenen Unternehmen können solche Aussagen automatisch zugerechnet werden. **Sphene Capital GmbH behält sich das Recht vor, in dieser Studie geäußerte Meinungen jederzeit und ohne Vorankündigung zu widerrufen oder zu ändern.** Sphene Capital GmbH hat möglicherweise Studien veröffentlicht, die im Hinblick auf in dieser Studie enthaltene Informationen zu anderen Ergebnissen kommen. Diese Studien können die unterschiedlichen Annahmen und Herangehensweisen ihrer Verfasser reflektieren. Aussagen der Vergangenheit dürfen nicht als Indiz oder Garantie für nachfolgende Aussagen angesehen werden. Vielmehr werden hinsichtlich zukünftiger Aussagen weder explizit noch implizit Zusicherungen oder Garantien abgegeben.

Diese Studie wird per Email und/oder per Post an professionelle Investoren versandt, bei denen davon ausgegangen wird, dass sie ihre Anlageentscheidungen nicht in unangemessener Weise auf Basis dieser Studie treffen.

Bei den in dieser Studie genannten Anleihekursen handelt es sich um die XETRA-Schlusskurse oder, wenn ein XETRA-Kurs nicht existiert, um den Kurs der jeweiligen nationalen Börse, des dem Tag der Studie vorangehenden Handelstages.

Anlageempfehlungen (für einen Anlagezeitraum von 12 Monaten)

Buy: Wir rechnen mit einem Anstieg des Preises des analysierten Finanzinstruments um mindestens 10%.

Hold: Wir rechnen mit einer Out-/ Underperformance zur Benchmark DAX um maximal 10%.

Sell: Wir rechnen mit einem Rückgang des Preises des analysierten Finanzinstruments um mindestens 10%.

Angaben zu möglichen Interessenkonflikten gemäß § 34b Abs. 1 Nr. 2 WpHG und Finanzanalyseverordnung

Gemäß § 34b Wertpapierhandelsgesetz und Finanzanalyseverordnung besteht u. a. die Verpflichtung, bei einer Finanzanalyse auf mögliche Interessenkonflikte in Bezug auf das analysierte Unternehmen hinzuweisen. Ein Interessenkonflikt wird insbesondere vermutet, wenn das die Analyse erstellende Unternehmen

- ★ an dem Grundkapital des analysierten Unternehmens eine Beteiligung von mehr als 5% hält,
- ★ in den letzten zwölf Monaten Mitglied in einem Konsortium war, das die Wertpapiere des analysierten Unternehmens übernommen hat,
- ★ die Wertpapiere des analysierten Unternehmens aufgrund eines bestehenden Vertrages betreut,
- ★ in den letzten zwölf Monaten aufgrund eines bestehenden Vertrages Investmentbanking-Dienstleistungen für das analysierte Unternehmen ausgeführt hat, aus dem eine Leistung oder ein Leistungsversprechen hervorging,
- ★ mit dem analysierten Unternehmen eine Vereinbarung zu der Erstellung der Finanzanalyse getroffen hat,
- ★ und mit diesem verbundene Unternehmen regelmäßig Wertpapiere des analysierten Unternehmens oder von diesen abgeleitete Derivate handeln,
- ★ oder der für dieses Unternehmen zuständige Analyst sonstige bedeutende finanzielle Interessen in Bezug auf das analysierte Unternehmen haben, wie z. B. die Ausübung von Mandaten beim analysierten Unternehmen.

Sphene Capital GmbH verwendet die folgenden Keys:

Key 1: Das analysierte Unternehmen hat für die Erstellung dieser Studie aktiv Informationen bereitgestellt.

Key 2: Diese Studie wurde vor Verteilung dem analysierten Unternehmen zugeleitet und im Anschluss daran wurden Änderungen vorgenommen. Dem analysierten Unternehmen wurde dabei kein Research-Bericht oder -Entwurf zugeleitet, der bereits eine Anlageempfehlung oder ein Kursziel enthielt.

Key 3: Das analysierte Unternehmen hält eine Beteiligung an der Sphene Capital GmbH und/oder einem ihr verbundenen Unternehmen von mehr als 5%.

Key 4: Sphene Capital GmbH und/oder ein mit ihr verbundenes Unternehmen und/oder der Ersteller dieser Studie hält an dem analysierten Unternehmen eine Beteiligung in Höhe von mehr als 5%.

Key 5: Sphene Capital GmbH und/oder ein mit ihr verbundenes Unternehmen und/oder der Ersteller dieser Studie hat Wertpapiere des analysierten Unternehmens vor ihrem öffentlichen Angebot unentgeltlich oder zu einem unter dem angegebenen Kursziel liegenden Preis erworben.

Key 6: Sphene Capital GmbH und/oder ein mit ihr verbundenes Unternehmen betreut die Wertpapiere des analysierten Unternehmens als Market Maker oder Designated Sponsor.

Key 7: Sphene Capital GmbH und/oder ein mit ihr verbundenes Unternehmen und/oder der Ersteller dieser Studie war innerhalb der vergangenen 12 Monate gegenüber dem analysierten Unternehmen an eine Vereinbarung über Dienstleistungen im Zusammenhang mit Investmentbanking-Geschäften gebunden oder hat aus einer solchen Vereinbarung Leistungen bezogen.

Key 8: Sphene Capital GmbH und/oder ein mit ihr verbundenes Unternehmen hat mit dem analysierten Unternehmen eine Vereinbarung zu der Erstellung dieser Studie getroffen.

Key 9: Sphene Capital GmbH und/oder ein mit ihr verbundenes Unternehmen ist an den Handelstätigkeiten des analysierten Unternehmens durch Provisionseinnahmen beteiligt.

Key 10: Ein Mitglied der Sphene Capital GmbH und/oder der Ersteller dieser Studie ist Mitglied des Aufsichtsrates des analysierten Unternehmens.

Übersicht über die bisherigen Anlageempfehlungen:

Datum:	Kursziel:	Anlageempfehlung:	Interessenskonflikte (Key-Angabe)
8. November 2013	-	-	1; 2; 8
12. September 2012	-	-	1; 2; 8

Ein Überblick über die Anlageempfehlungen der Sphene Capital GmbH ist abrufbar unter <http://www.sphene-capital.de>

Erklärungen gemäß § 34b Abs. 1 Wertpapierhandelsgesetz und Finanzanalyseverordnung:

Informationsquellen

Die Studie basiert auf Informationen, die aus sorgfältig ausgewählten öffentlich zugänglichen Quellen stammen, insbesondere von Finanzdatenanbietern, den Veröffentlichungen des analysierten Unternehmens und anderen öffentlich zugänglichen Medien.

Bewertungsgrundlagen/Methoden/Risiken und Parameter

Für die Erstellung der Studie wurden unternehmensspezifische Methoden aus der fundamentalen Wertpapieranalyse, quantitative statistische Methoden und Modelle, sowie Verfahrensweisen der technischen Analyse verwendet (inter alia historische Bewertungsansätze, Substanz-Bewertungsansätze oder Sum-Of-The-Parts-Bewertungsansätze, Diskontierungsmodelle, der Economic-Profit-Ansatz, Multiplikatoren Modelle oder Peergroup-Vergleiche). Bewertungsmodelle sind von volkswirtschaftlichen Größen wie Währungen, Zinsen, Rohstoffen und von konjunkturellen Annahmen abhängig. Darüber hinaus beeinflussen Marktstimmungen und politische Entwicklungen die Bewertungen von Unternehmen.

Gewählte Ansätze basieren zudem auf Erwartungen, die sich je nach industriespezifischen Entwicklungen schnell und ohne Vorwarnung ändern können. Folglich können sich auch auf den einzelnen Modellen basierende Empfehlungen und Kursziele entsprechend ändern. Die auf einen Zeitraum von zwölf Monaten ausgerichteten Anlageempfehlungen können ebenfalls Marktbedingungen unterworfen sein und stellen deshalb eine Momentaufnahme dar. Die erwarteten Kursentwicklungen können schneller oder langsamer erreicht werden oder aber nach oben oder unten revidiert werden.

Erklärung des Erstellers dieser Studie

Die Vergütung des Erstellers dieser Studie hängt weder in der Vergangenheit, der Gegenwart noch in der Zukunft direkt oder indirekt mit der Empfehlung oder den Sichtweisen, die in dieser Studie geäußert werden, zusammen.