

## Enterprise Holdings

Reuters: E0HA.DE

Bloomberg: E0HA:GR

ISIN: DE000A1G9AQ4

WKN: A1G9AQ

### Aufbau einer eigenen Schadensabwicklung

Mit einer Effektivverzinsung von 6,46%, einem Creditreform-Rating im sehr guten Investment Grade-Bereich von A- und einer planmäßig hohen Dotierung des Sonderkontos, auf das die Hälfte der geschätzten monatlichen Nachsteuerergebnisse einbezahlt wird, ist die Enterprise Holdings-Anleihe nach unserer Einschätzung ein im Peergroup-Vergleich der bonitätsstärksten Mittelstandsanleihen hochattraktives Wertpapier.

#### Jahresabschluss 2013/14 im Überblick

Mit gebuchten Bruttoprämien von GBP 152,7 Mio. (Vj.: GBP 134,8 Mio., +13,3% YoY) lag die Top-Line des vergangenen Geschäftsjahres deutlich unter unseren Erwartungen (GBP 202,2 Mio.) und auch der Guidance des Managements, die einen Anstieg des Bruttogeschäftsvolumens auf über GBP 200,0 Mio. vorsah. Ursächlich für diese Verfehlung war eine bewusste Abkehr von der Einwerbung margschwacher Policen, wie sie von der Gesellschaft in den beiden Vorjahren insbesondere bei Kfz-Versicherungen praktiziert worden war. Unterstützt wurde diese Neuorientierung durch die im Vorjahr erfolgte Neubewertung der Schadensrückstellungen, die aufgrund von regulatorischen Veränderungen erforderlich wurde und die Wachstumsmöglichkeiten der Gesellschaft ohnehin eingeschränkt hätte.

Von den eingeworbenen Bruttoprämien wurden GBP 65,8 Mio. oder 43,1% (Vj.: 42,7%) an Rückversicherungen abgetreten; das Netto-Exposure der gebuchten Nettoprämien lag letztlich bei nur 56,9%. Nach einem einmaligen leichten Anstieg im Vorjahr konnte damit wieder das Niveau des Rumpfgeschäftsjahres 2011/12 (9M) erreicht werden. Mit einer Schadensquote von 65,2% (Vj.: 68,4%) entwickelten sich die Aufwendungen für Versicherungsfälle ebenso rückläufig wie die Schadensrückstellungen, die nicht nur im Verhältnis zu den verdienten Beiträgen, sondern trotz des gestiegenen Geschäftsvolumens sogar in absoluten Zahlen rückläufig waren.

		Berichtet	Erwartet	Δ
Gebuchte Bruttoprämien	GBP Mio.	152,7	202,2	-24,5%
Vers.-technisches Ergebnis	GBP Mio.	9,3	18,7	-50,3%
Combined Ratio	%	89,5%	76,7%	1274 bps
Ergebnis vor Ertragsteuern	GBP Mio.	-5,2	10,2	-50,8%
Ergebnis nach Steuern	GBP Mio.	-5,8	9,6	-60,3%
Gebuchte Bruttoprämien	GBP Mio.	152,7	202,2	-24,5%

QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL

Die für Versicherungsunternehmen relevante **Combined Ratio** als Summe aus Kosten- und Schadensquote verbesserte sich demzufolge im vergangenen Geschäftsjahr auf 89,5% von 100,6%. Daraus ergibt sich ein **versicherungstechnisches Ergebnis** in Höhe von GBP 9,3 Mio., nachdem im Vorjahr erstmals ein Verlust von GBP -0,6 Mio. erwirtschaftet worden war. Deutlich über unseren Erwartungen lagen die **Betriebsaufwendungen**, insbesondere die Rechtsaufwendungen, die auf hohem Niveau stagnierten, anstatt wie von uns erwartet zurückzugehen. Unter dem Strich ergab sich damit ein **Vorsteuerverlust** von GBP -5,2 Mio. (Vj.: GBP -12,6 Mio.) und ein **Ergebnis nach Steuern** von GBP -5,8 Mio. (Vj.: -12,8 Mio.).

#### Credit Research

Kurs: 101,50%

Effektivverzinsung: 6,46%

Aktuelles Unternehmens-Rating: n/a

Aktuelles Anleihe-Rating: A- (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.

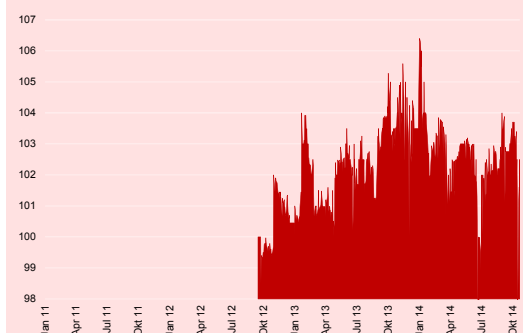
GBP Mio. (31/03)	11/12*	12/13	13/14	14/15e
Bruttoprämien	75,2	134,8	152,7	153,8
Nettoprämien	42,7	77,3	87,0	90,7
Verdiente Beiträge	39,1	68,0	81,0	84,2
Vers.-techn. Erg.	7,7	-0,7	9,3	11,9
Erg. aus Kap.-anl.	0,3	0,6	1,6	2,0
EBT	2,2	-12,6	-5,2	1,8
EAT	1,8	-12,8	-5,8	1,6

YoY (%)	11/12*	12/13	13/14	14/15e
Bruttoprämien	45%	n/a	13%	1%
Nettoprämien	338%	n/a	13%	4%
Verdiente Beiträge	771%	n/a	19%	4%
Vers.-techn. Erg.	133%	n/a	n/a	28%
Erg. aus Kap.-anl.	n/a	n/a	178%	24%
EBT	22%	n/a	-59%	n/a
EAT	-1%	n/a	-55%	n/a

GBP Mio.	11/12*	12/13	13/14	14/15e
Finanzinvestitionen	15,1	22,3	40,1	40,1
Eigenkapital	8,7	-4,0	-9,8	-8,2
Eigenkapitalquote	9,2%	-2,4%	-5,2%	-3,9%

X	11/12*	12/13	13/14	14/15e
Beiträge/EK	4,3	-56,2	-12,3	-16,6
Deckungsgrad (%)	142,9	143,9	159,0	174,2
Leverage (netto)	9,2	-142,7	-32,5	-45,2
Leverage (brutto)	11,3	-177,4	-40,2	-56,3
Liquiditätsquote (%)	25,2	33,2	30,4	49,6
Schadenreserv. (%)	-293,5	-238,7	-212,7	-266,5

\* Neunmonatiges Rumpfgeschäftsjahr



QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, ONVISTA, SPHENE CAPITAL PROGNOSEN

Peter Thilo Hasler, CEFA

+ 49 (89) 74443558 / +49 (152) 31764553

peter-thilo.hasler@sphene-capital.de

## **Anleihe tilgung aus Liquiditätspolster und Finanzanlagen möglich**

Zum Ende des abgelaufenen Geschäftsjahres konnte die **Brutto-Liquidität** auf GBP 25,7 Mio. von GBP 21,1 Mio. verbessert werden; nach Abzug der zinstragenden Verbindlichkeiten – abgesehen von der Anleihe weist Enterprise Holdings keine Bankverbindlichkeiten auf – lag die Nettoverschuldung bei GBP 1,4 Mio. Ebenfalls deutlich angestiegen sind die als Finanzinvestitionen gehaltenen Wertpapiere und Spareinlagen, die sich auf GBP 40,1 Mio. von GBP 22,3 Mio. zum Ende des Geschäftsjahres 2012/13 verbesserten. Hierbei handelt es sich um dauerhaft dem Unternehmen zur Verfügung stehende Gelder, die sich aus der typischen Asymmetrie des Versicherungsgeschäftes (Prämieneinzahlung heute, Schadensregulierung in Zukunft) ergeben. Dieser sog. „Float“ wird von Enterprise Holdings konservativ angelegt, und zwar ausschließlich in Corporate Bonds mit Investment Grade-Rating und in britische Staatsanleihen. Damit kann die Mittelstandsanleihe, die zum Stichtag mit GBP 27,1 Mio. bewertet worden war, aus der frei verfügbaren Liquidität und dem Float problemlos jederzeit zurückgeführt werden.

Liquiditätspolster und Investitionen in Finanzanlagen übersteigen das Platzierungsvolumen der Mittelstandsanleihe um mehr als das Doppelte.

## **Aufbau einer Schwestergesellschaft zur internen Schadensabwicklung**

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 Schadens- 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 lediglich der genaue Zeitpunkt des Leistungsanspruchs noch nicht feststeht, ist bei einer Schadensversicherung völlig ungewiss, ob und in welcher Höhe eine Auszahlung überhaupt zu erfolgen haben wird.

Allgemein sind Schadensquoten definiert als das Verhältnis zwischen den Aufwendungen für Versicherungsfälle (einschließlich dem Abwicklungsergebnis und den Schadenregulierungsaufwendungen), also dem sog. Schadensaufwand, und den verdienten Beiträgen der vergangenen Perioden. Bislang wurde die Schadensabwicklung an spezialisierte „Claims Handler“ übertragen. Im Nachhinein musste Enterprise Holdings jedoch eingestehen, dass bei der Wahl der Outsourcing-Partner Fehler gemacht wurden: Bemängelt wurde vor allem eine fehlende Incentivierung dieser Partner, so dass aus Sicht der Gesellschaft überhöhte Kosten angefallen waren.

Nach diesen schlechten Erfahrungen mit dem Outsourcing der Schadensabwicklung wurde diese Kernkompetenz Anfang des Kalenderjahres 2014 internalisiert. Hierzu wurde in Manchester eine Schwestergesellschaft unter dem Handelsnamen Enterprise Assist für die Abwicklung von Schadensfällen insbesondere im Kfz-Bereich gegründet. In Verbindung mit einem neuen Underwriting-Prozess werden für die kommenden beiden Jahre erhebliche Kosteneinsparungen und Ergebniseffekte erwartet. Über ein Team von derzeit 90 Spezialisten sollen Schadensansprüche und die in England üblichen „Credit Hire“-Belastungen wesentlich günstiger abgewickelt, Gerichtsverfahren vermieden und Betrugsfälle bzw. übertriebene Ansprüche der Versicherungsnehmer aufgedeckt werden. Insgesamt rechnet das Management damit, die Gesamtkosten um rund GBP 2.000 je abgewickelten Schaden zu reduzieren. Bei durchschnittlich 500 Schadensfällen pro Monat ergeben sich jährliche Einsparpotenziale von GBP 12,0 Mio. und ein Ergebniseffekt im niedrigen einstelligen Mio. Euro-Bereich.

## **Guidance für 2014/15e**

Für das laufende Geschäftsjahr erwartet das Management eine zum Vorjahr in etwa unveränderte Entwicklung der Versicherungsprämieinnahmen bei zunehmender Profitabilität und deutlich positiven Cashflows. Ursächlich hierfür ist der Aufbau der neuen Schadensabteilung in Manchester, die erhebliche Kosteneinsparungen und deutlich geringere Schadensquoten zur Folge haben soll.

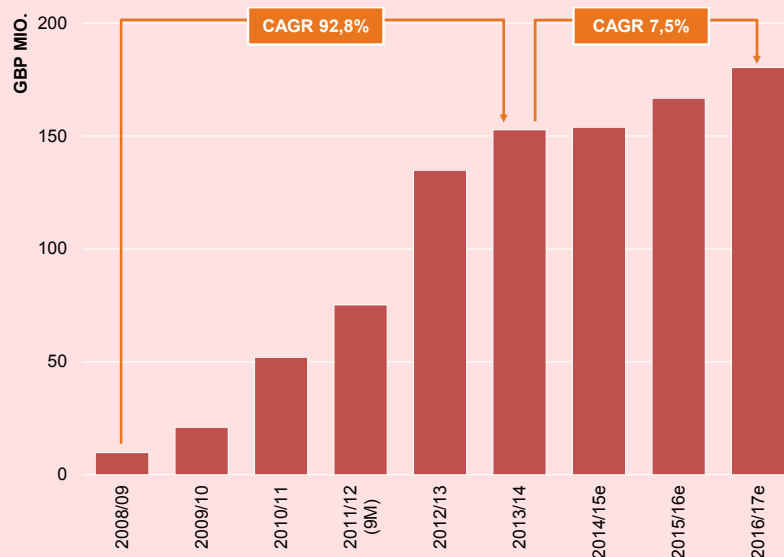
Trotz des insgesamt enttäuschenden Geschäftsjahres 2013/14, in dem das Bruttoprämienvolumen nur um 13,3% gesteigert werden konnte, liegen die Wachstumsraten, die Enterprise Holdings seit seiner Gründung erreichen konnte, in einem Bereich, der für klassische Erstversicherungsunternehmen eher untypisch ist. Ursächlich hierfür ist die vom Unternehmen eingeschlagene Fokussierung auf ausgewählte Versicherungsnischen, in denen die Gesellschaft klassische Marktineffizienzen wahrnehmen kann. Durch diese Fokussierung lagen die jährlichen Wachstumsraten der Bruttoprämien in den vergangenen drei Jahren bei durchschnittlich 42,8%.

Dass sich das versicherungstechnische Ergebnis während dieses Zeitraums „nur“ um durchschnittlich 8,7% pro Jahr verbesserte, lag im Wesentlichen am praktizierten Outsourcing der Schadensabwicklung an spezialisierte Claims-Handler, dessen negative Effekte insbesondere in den vergangenen beiden Jahren vom Management nicht länger hinnehmbare Ausmaße annahm. Nach der Internalisierung der Schadensabteilung Anfang dieses Jahres rechnen wir für die kommenden beiden Jahre wieder mit deutlich zweistelligen Wachstumsraten des versicherungstechnischen Ergebnisses.

### Anpassung unserer Prognosen

Basisbedingt passen wir unsere Prognosen für die kommenden beiden Jahre nach unten an. Für das laufende Geschäftsjahr 2014/15e rechnen wir mit im Vergleich zum Vorjahr nahezu unveränderten Bruttoprämien von GBP 153,8 Mio. (+0,7% YoY). Dabei werden nach unserer Einschätzung Autoversicherungen mit GBP 127,2 Mio. und einem Anteil von 82,7% am gesamten Prämienvolumen die bedeutendste Versicherungssparte der Gesellschaft bleiben. Für 2015/16e erwarten wir einen weiteren Anstieg der Bruttoprämien auf dann GBP 166,7 Mio. (+8,4% YoY). Damit ergibt sich für die kommenden beiden Jahre eine durchschnittliche jährliche Wachstumsrate der Bruttoprämien von 4,5%.

ABBILDUNG 1: ENTWICKLUNG DER GEBUCHTEN BRUTTOPRÄMIEN



In den vergangenen fünf Jahren konnte Enterprise Holdings eine CAGR der gebuchten Bruttoprämien von 92,8% vorlegen. Basisbedingt rechnen wir für die kommenden drei Jahre mit einer Verlangsamung des Wachstums, allerdings noch immer auf hohem einstelligem Niveau. Vergangenheitsdaten wie Zukunftsprognosen basieren ausschließlich auf organischem Wachstum.

QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL PROGNOSEN

### Entwicklung des Rückversicherungsergebnisses

In den vergangenen Jahren hat Enterprise Holdings einen immer größeren Anteil der übernommenen Risiken an seine Rückversicherungspartner abgegeben. Zuletzt erreichte der weitgereichte Anteil 43,1% (nach 42,7% in 2012/13) der gesamten Bruttoprämieinnahmen. Eine risikoaverse Rückversicherungspolitik ist grundsätzlich im Interesse der Anleihegläubiger, so dass wir diese Entwicklung uneingeschränkt gutheißen.

Die Vertragsgestaltung mit der Rückversicherung orientiert sich dabei am sogenannten „Quota Share-Modell“, bei dem ein Rückversicherungsunternehmen einen fest definierten Anteil an den Bruttoeinnahmen und an den Schäden von Enterprise Holdings übernimmt, ohne dass der Einzelfall geprüft wird. Der Mechanismus erfolgt dabei automatisch, das heißt, der vereinbarte Prozentsatz gilt

Bei dem von Enterprise Holdings präferierten Quota-Modell übernimmt die Rückversicherung einen quotalen Anteil der gesamten angefallenen Schäden.

für alle Prämien und Schäden gleichermaßen. Dass Enterprise Holdings eine derartige Vertragsgestaltung mit den weltweit führenden Rückversicherern abschließen konnte, interpretieren wir als Bestätigung des Geschäftsmodells von Enterprise Holdings.

### Erwartete Entwicklung der verdienten Beiträge

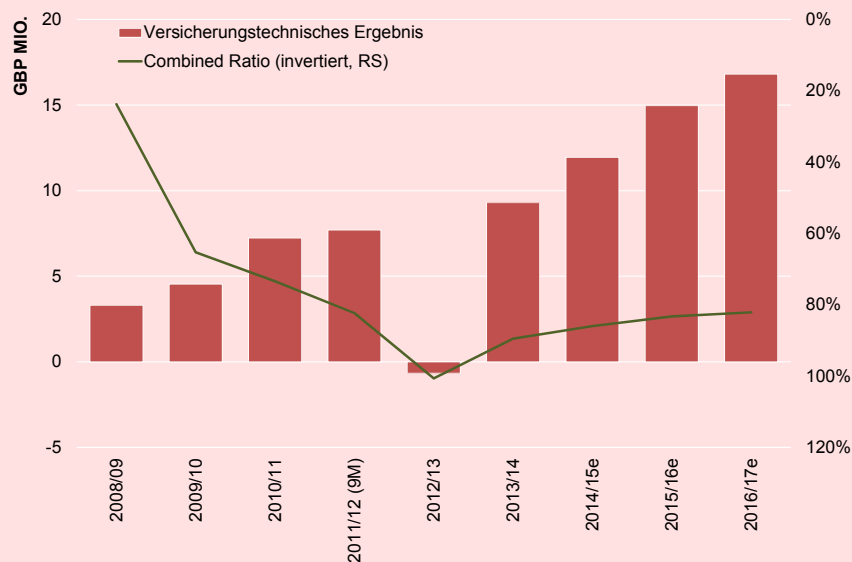
Enterprise Holdings erzielte im vergangenen Geschäftsjahr verdiente Beiträge, also Beitragseinnahmen, die Ertrag des Geschäftsjahres sind, in Höhe von GBP 81,0 Mio. (+19,2% YoY). Zu Ermittlung der verdienten Beiträge werden zu den gebuchten Bruttobeiträgen – also den im Geschäftsjahr fällig gewordenen 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 zedierte Rückversicherungsgeschäft, also die an eine oder mehrere Rückversicherer abgetretenen Portfoliorisiken. Damit repräsentieren die verdienten Beiträge gewissermaßen das Pendant zum Umsatz eines Industrieunternehmens. Im Durchschnitt der letzten drei Jahre konnten die verdienten Beiträge um 37,5% pro Jahr gesteigert werden.

In den kommenden beiden Jahren rechnen wir mit einem Anstieg der verdienten Beiträge auf dann GBP 90,2 Mio., was einer durchschnittlichen jährlichen Wachstumsrate 2013/14-15/16e von 5,5% entspricht.

### Deutliche Verbesserung des versicherungstechnischen Ergebnisses

Nach dem Auslaufen zweier verlustträchtiger Autoversicherungs-Accounts und infolge des Insourcings der Schadensabwicklung rechnen wir für 2014/15e mit einem Anstieg des versicherungstechnischen Ergebnisses auf GBP 11,9 Mio. von GBP 9,3 Mio. im Vorjahr (+28,4% YoY). Damit sollte das laufende Geschäftsjahr das profitabelste in der Unternehmensgeschichte werden. Für 2015/16e erwarten wir eine weitere Verbesserung auf knapp GBP 15,0 Mio. (+25,3% YoY). Diese Prognosen liegen aus unserer Sicht im Rahmen der Management-Guidance, die für dieses und das folgende Geschäftsjahr ein signifikant profitables Wachstum vorsieht. Bedingt durch rückläufige Betriebsaufwendungen sollten sich damit das Ergebnis vor Steuern über GBP 1,8 Mio. (2014/15e) auf dann GBP 2,6 Mio. (2015/16e) verbessern.

**ABBILDUNG 2: ENTWICKLUNG DES VERSICHERUNGSTECHNISCHEN ERGEBNISSES**



Die Combined Ratio als Summe aus Schadensquote und Kostenquote konnte sich im vergangenen Geschäftsjahr wieder deutlich erholen. Grundsätzlich sollte das Geschäftsmodell von Enterprise Holdings nach dem Insourcing der Schadensabteilung eine weitere Verbesserung der Combined Ratio ermöglichen.

QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL PROGNOSEN

### Die Steuerquote spiegelt den Standort Gibraltar wider

Abgesehen von Energie- und Versorgungsunternehmen liegt der Steuersatz auf Unternehmensgewinne seit 2011 bei 10,0% (davor 22,0%). Im vergangenen Geschäftsjahr 2013/14 beliefen sich die Steuerbelastungen daher auf GBP -0,6

Gibraltar mit eigenständiger Fiskalautonomie

Mio. bzw. 11,8% des Vorsteuerergebnisses. Für die kommenden Jahre rechnen wir mit einheitlichen 10,0% des jeweiligen Vorsteuerergebnisses.

### **Deutliche Verbesserung des Jahresüberschusses erwartet**

Nach Steuern und Anteilen Dritter errechnen wir für 2014/15e ein Konzernergebnis von rund GBP 1,6 Mio. und für 2015/16e von GBP 2,3 Mio. Nachdem das Unternehmen in den vergangenen beiden Jahren ein negatives Nachsteuerergebnis erwirtschaftet hat, rechnen wir daher mit einer Rückkehr in auf Niveau im Durchschnitt der Jahre 2008/09 bis 2011/15.

### **Wir erwarten weiterhin keine Ausschüttungen an die Anteilseigner**

Seit seiner Gründung hat Enterprise Holdings keine Dividende an die Aktionäre ausgeschüttet. Angesichts der rückläufigen Eigenkapitalquote und der angestrebten Entschuldung der Gesellschaft gehen wir auch für den kurzfristigen Prognosezeitraum nicht von Ausschüttungen aus.

Enterprise Holdings wird auf absehbare Zeit nicht mit der Ausschüttung von Dividenden beginnen.

## Analyse und Bewertung der Anleihe

Mit einer Nominalverzinsung von 7,0% bei einem bestätigten Creditreform-Rating von A- (29.08.2014) weist die Enterprise Holdings-Anleihe eine im Peergroup-Vergleich der bonitätsstärksten Mittelstandsanleihen attraktive Effektivverzinsung von derzeit 6,46% auf. Bemerkenswerterweise spiegelt sich die hohe Bonität des Unternehmens in einer DVFA-Kennzahlenanalyse nicht wider, da insbesondere der Float der Versicherung, der für eine Tilgung der Anleihe grundsätzlich zur Verfügung steht, in die Kennzahlenanalyse nicht eingeht. Unterstützt wird die attraktive Effektivverzinsung durch eine Reihe von Covenants, zu deren Einhaltung sich das Management von Enterprise Holdings in den Anleihebedingungen verpflichtet hat; im Peergroup-Vergleich ist die Enterprise Holdings-Anleihe damit nach unserer Einschätzung eines der gläubigerfreundlichsten Wertpapiere.

### Peergroup aus Unternehmen mit A-Rating

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. Daran hat sich seit dem IBO der Anleihe auch nichts geändert, was eine Peergroup-Analyse anhand der ICB- (Industry Classification Benchmark-) Taxonomie in Ermangelung von aussagekräftigen Vergleichsunternehmen unmöglich macht.

Mit einem Emittenten-Rating von A-, das Ende August 2014 durch Creditreform bereits zum zweiten Mal bestätigt wurde, zählt die Anleihe von Enterprise Holdings zu den am besten gerateten Mittelstandsanleihen in Deutschland. Ein Emissionsrating im A-Bereich bescheinigt einer 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%. Vor dem Hintergrund des wenig zyklischen Geschäftsmodells sowie dem hohen Liquiditätspolster des Unternehmens wird dieses Rating nach unserer Einschätzung dem unternehmerischen Risiko durchaus gerecht. Naheliegend ist daher eine Peergroup-Analyse anhand des Emittenten- bzw. Emissions-Ratings.

Abgesehen von Enterprise Holdings wurden bislang nur für vier weitere Anleihen Emissionsratings im A-Bereich vergeben: IPSAK, MS Deutschland, Hahn Immobilien-Beteiligungs AG und Stern Immobilien. Zwei dieser Anleihen, MS Deutschland und IPSAK, wurden im Folgerating zum Teil erheblich abgestuft, die verbleibenden drei Emissionen konnten ihr IBO-Rating bestätigen. Um eine aussagefähige Peergroup aufstellen zu können, haben wir daher auch noch Anleihen im BBB+ und BBB Bereich in die Auswahl aufgenommen.

Von fünf Emittenten, die zum Zeitpunkt des IBO ein Rating im A-Bereich erhielten, konnten nur drei Emittenten ihre Bonität im Folgerating bestätigen.

**TABELLE 1: MITTELSTANDSANLEIHEN MIT IBO-ANLEIHE IM A, A-, BBB+ UND BBB BEREICH**

	IBO-Rating Emission / Emittent	Aktuelles Rating Emission / Emittent
Enterprise Holdings Ltd.	A- / - (Creditreform)	A- / - (Creditreform)
Hahn Immobilien Beteiligungs AG	A- / - (Scope)	A- / - (Scope)
Stern Immobilien AG	A- / BB+ (Scope)	A- / - (Scope)
Bastei Lübbe AG	- / BBB (Creditreform)	- / BBB+ (Creditreform)
IPSAK mbH	A / BB (Scope)	BBB / - (Scope)
Eyemaxx Real Estate AG I	BBB+ / BB (Creditreform)	BBB / BB (Creditreform)
Eyemaxx Real Estate AG II	BBB+ / BB (Creditreform)	BBB / BB (Creditreform)
Cloud No 7 GmbH	BBB / - (Creditreform)	BBB / - (Creditreform)
SAF Holland AG	- / BBB- (Euler Hermes)	- / BBB (Euler Hermes)
Steilmann-Boecker Fashion Point GmbH & Co. KG	- / BBB (Creditreform)	- / BBB (Creditreform)
Helma Eigenheimbau	- / BBB (Creditreform)	- / BBB (Creditreform)
Gewa 5 to 1 GmbH & Co. KG	BBB / - (Creditreform)	Bislang kein Folgerating
German Pellets GmbH	- / BBB (Creditreform)	- / BBB watch (Creditreform)

QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, CREDITREFORM, SCOPE, EULER HERMES, SPHENE CAPITAL

## Nominalverzinsung der Peergroup

Obwohl die Laufzeiten der Peergroup-Anleihen mit Ausnahme von IPSAK (sieben Jahren) und Gewa 5 to 1 (vier Jahre) bei durchgängig fünf Jahren liegen, sind die Nominalverzinsungen relativ breit gestreut und liegen zwischen 5,88% (Helma Eigenheimbau AG) und 7,75% (Viertanleihe der Eyemaxx Real Estate AG). Der Durchschnittswert der Nominalverzinsungen liegt bei 6,74%, der Median bei 6,75%.

Vier der 13 Anleihen notieren aktuell unter pari, neun werden über pari gehandelt. Die aktuellen Effektivverzinsungen reichen von 3,33% für Erstanleihe der German Pellets AG bis 8,11% für die Anleihe von Gewa 5 to 1 GmbH & Co. KG.

Die Anleihe von Enterprise Holdings wird mit einer aktuellen Effektivverzinsung von 6,46% gehandelt und rentiert damit um 82 Basispunkte über der durchschnittlichen Effektivverzinsung der Peergroup. Sollte sich der Kapitalmarkt unserer Einschätzung anschließen, sind mittelfristig weiter steigende Kurse der Enterprise Holdings-Anleihe zu erwarten, zumal deren Rating mit einem bestätigten Rating von A- deutlich besser ist als das der Peergroup.

**TABELLE 2: VERGLEICH DER VERZINSUNGEN DER PEERGROUP**

Emittent	Kupon	Kurs	Yield
Enterprise Holdings	7,00%	101,50%	6,46%
Hahn Immobilien Beteiligungs	6,25%	104,00%	4,84%
Stern Immobilien	6,25%	96,75%	7,23%
Bastei Lübbe	6,75%	105,50%	5,58%
IPSAK	6,75%	99,10%	3,66%
Eyemaxx Real Estate I	7,50%	101,50%	6,59%
Eyemaxx Real Estate II	7,75%	96,00%	8,09%
Cloud No 7	6,00%	101,25%	5,51%
SAF Holland	7,00%	111,75%	3,66%
Steilmann-Boecker	7,00%	102,75%	6,26%
Helma Eigenheimbau	5,88%	103,90%	4,84%
Gewa 5 to 1	6,50%	95,00%	8,11%
German Pellets	7,25%	105,50%	3,33%

QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, ONVISTA, SPHENE CAPITAL

## Restlaufzeit liegt aktuell bei 2,9 Jahren

Die **Gesamtlaufzeit** der Enterprise Holdings-Anleihe von fünf Jahren ist wenig überraschend, wurden doch bislang nur 23 (von insgesamt 124) Mittelstandsanleihen mit einer von fünf Jahren abweichenden Laufzeit begeben. Die Restlaufzeit der Anleihe von Enterprise Holdings liegt aktuell bei rund 2,9 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 0,9 Jahren liegt.

Put zum 26.09.2015

Mit einer Limitation of Asset Sale-Klausel, einer besonderen Gewinnverwendungsvorschrift, einer Negativverpflichtung und einem vorzeitigen Kündigungsrecht der Gläubiger ist die Enterprise Holdings-Anleihe nach unserer Einschätzung 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 Geschäftsumfanges und der damit verbundenen Risikolage freie, unbelastete Eigenmittel vorzuhalten und ein bestimmtes Risiko-reserveniveau 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 weiterge-reicht und damit die Grundlagen für weiteres Wachstum geschaffen.

## **Anleihebedingungen**

Die Anleihebedingungen der Anleihe von Enterprise Holdings sehen eine Reihe von Covenants und Kündigungsrechten vor, die deutlich über die, bei Mittelstandsanleihen gängige Dokumentation hinausgeht.

### **Vorzeitige Rückzahlung der Gläubiger (Put)**

Investoren haben das Recht zur vorzeitigen Rückzahlung der Anleihe bei Vorliegen folgender Gründe:

- ⑤ **Zahlungsunfähigkeit**
- ⑤ **Verletzung der Covenants**
- ⑤ **Vorzeitiges Kündigungsrecht der Gläubiger am 26.09.2015**

Ein Change of Control wurde dagegen nicht eingeräumt.

### **Vorzeitige Rückzahlung des Emittenten (Call)**

Enterprise Holdings hat das Recht zur vorzeitigen Rückzahlung der Anleihe bei Vorliegen folgender Gründe:

- ⑤ **Steuerliche Änderungen**  
Eine Änderung der steuerlichen Rahmenbedingungen, die den Nominalzins der Anleihe belasten würden, zieht ein Kündigungsrecht nach sich.

Ein vorzeitiges Kündigungsrecht des Emittenten besteht dagegen nicht.

### **Ausstattung mit Covenants**

Die Anleihe von Enterprise Holdings ist überdurchschnittlich gläubigerfreundlich ausgestattet. Sonderkündigungsrechte für die Anleihegläubiger ergeben sich aus folgenden Punkten:

- ⑤ **Ausschüttungsbegrenzung (restriction on payments)**  
Ausschüttungen an Gesellschafter des Emittenten sind erlaubt, sofern diese nicht die möglichen Zahlungen auf das Sonderkonto reduzieren.
- ⑤ **Limitation of Asset Sale**  
Anleger haben ein Kündigungsrecht, wenn wesentliche Unternehmensteile während der Laufzeit der Anleihe verkauft werden.
- ⑤ **Negativverpflichtung (Negative Pledge)**  
Schließlich ist die Anleihe mit einer Negativverpflichtung versehen, wonach sich der Emittent 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.

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.

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.

### Vergleich der Covenants der Peergroup

Dass die Anleihe von Enterprise Holdings mit diesen Covenants überdurchschnittlich attraktiv ausgestattet ist, zeigt ein Vergleich der Covenants mit denen der Peergroup:

**TABELLE 3: VERGLEICH DER COVENANTS UNSERER PEERGROUP**

Emittent	Negative pledge	Change of control	Limitation asset sale	Payment restriction	Kündigungsrecht	Cross default
Enterprise Holdings	✓		✓	✓	✓	
Hahn Immobilien		✓				
Stern Immobilien						
Bastei Lübbe	✓	✓				✓
IPSAK	✓	✓				✓
Eyemaxx Real Estate I	✓	✓				✓
Eyemaxx Real Estate II	✓	✓				✓
Cloud No 7						
SAF Holland	✓	✓				✓
Steilmann-Boecker						
Helma Eigenheimbau						
Gewa 5 to 1	✓			✓		
German Pellets	✓	✓				✓

QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL

### 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](http://www.fsc.gi)) – überwacht.

Erstversicherungsunternehmen müssen in Abhängigkeit ihres Geschäftsumfangs und der damit verbundenen Risikolage freie, unbelastete Eigenmittel vorhalten, 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 ...

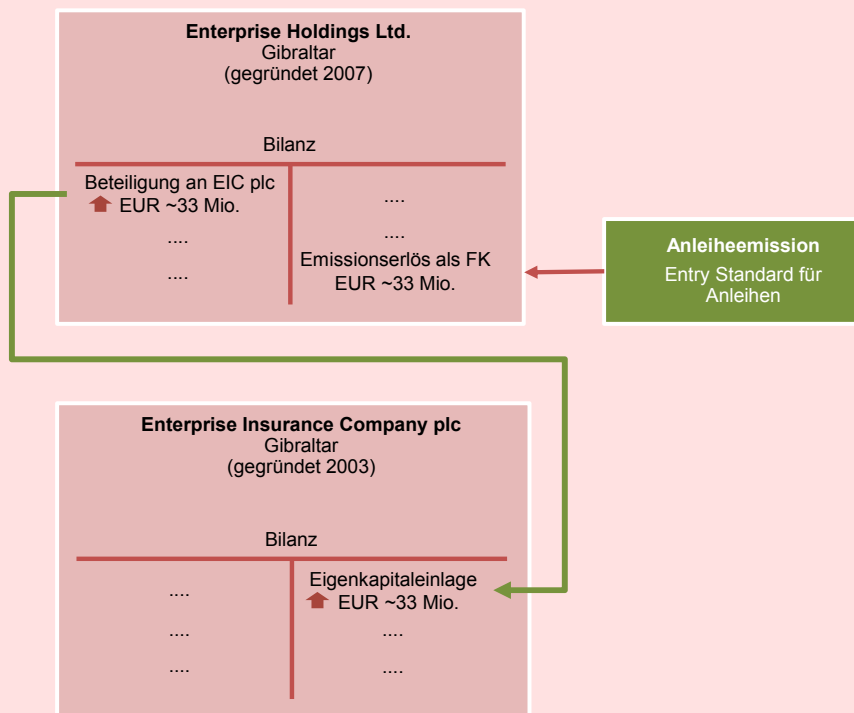
Enterprise Holdings hat den Emissionserlös der Anleihe dazu genutzt, um die Kapitalbasis der operativen Versicherungstochter Enterprise Insurance Company plc zu stärken und damit zusätzliches Neugeschäft auf die eigenen Bücher nehmen zu können. Denn durch die ab 2013 geltende Solvency II-Regelung sind 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 die Gläubiger der Anleihe im Vergleich zu anderen börsennotierten Mittelstandsanleihen eine relativ hohe Tilgungssicherheit.

**ABBILDUNG 3: 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 Gläubiger 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 einem klassischen Industriebetrieb. 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 Anleihekaptal 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 den 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.

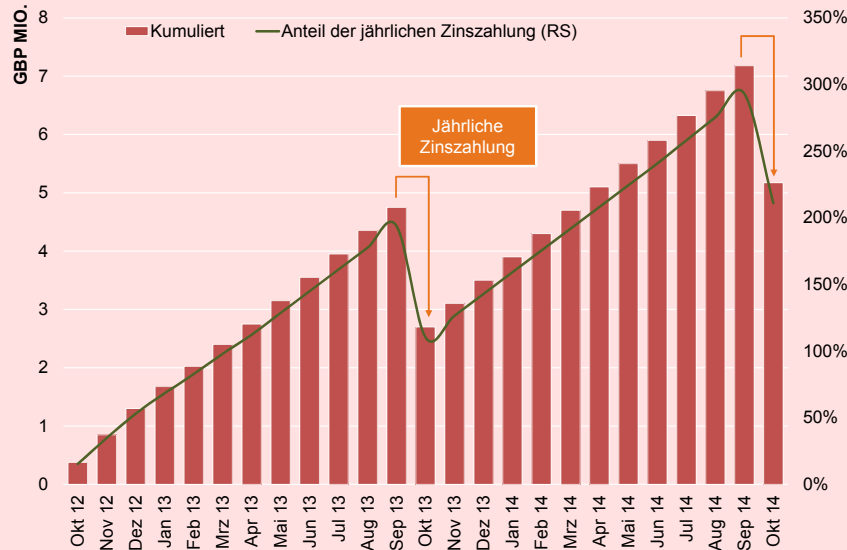
Seit knapp zwei Jahren werden so monatlich zwischen EUR 0,350 Mio. und EUR 0,475 Mio. auf das Sonderkonto eingezahlt. Derzeit ist das Sonderkonto

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

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

mit knapp EUR 6,8 Mio. dotiert. Dies entspricht 275,5% der im September 2014 fälligen Zinszahlung bzw. 55,1% der insgesamt während der Laufzeit der Anleihe fälligen Zinszahlungen.

**ABBILDUNG 4: DOTIERUNG DES SONDERKONTOS**



QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL PROGNOSEN

### 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 Vereinbarung 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.

**Seitdem das Management im Juli als Reaktion auf einen unerklärlichen Kursdruck ein Anleiherückkaufprogramm beschlossen hat, notiert die Anleihe wieder über pari. Gegenüber dem MiBoX beträgt die Outperformance der vergangenen zwölf Monaten 4,5%, was angesichts der hohen Bonität des Emittenten aus unserer Sicht gerechtfertigt ist.**

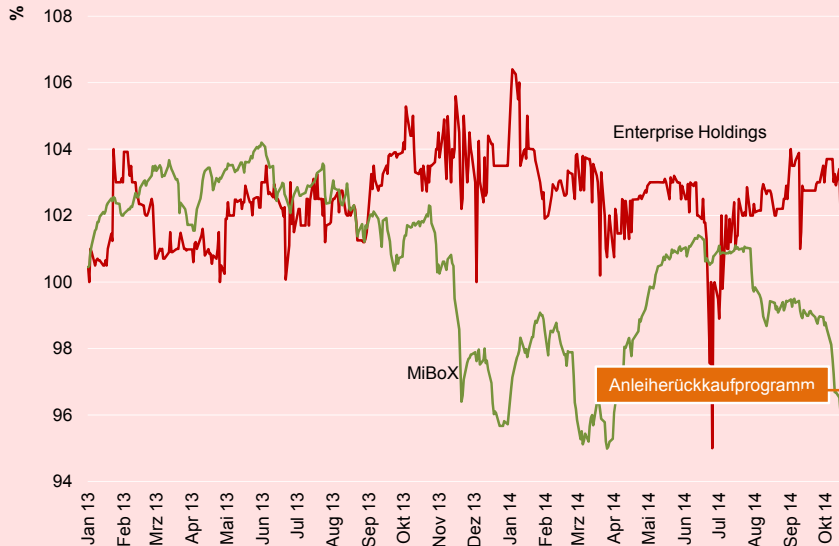
### Anleiheperformance der vergangenen zwölf Monate

Belastet von einer Reihe von Insolvenzen, zuletzt von Golden Gate – der inzwischen 18. Insolvenz eines Emittenten einer Mittelstandsanleihe –, und von Restrukturierungen – wie zum Beispiel der Anleihe von MIFA Mitteldeutsche Fahrradfabrik – standen die an deutschen Mittelstandsbörsen notierten Unternehmensanleihen, repräsentiert durch den MiBoX, in den vergangenen zwölf Monaten unter erheblichem Verkaufsdruck. Aktuell steht beim MiBoX ein Verlust auf Jahressicht von insgesamt -5,5% zu Buche.

Demgegenüber zeigte die Anleihe von Enterprise Holdings nach dem Börsengang eine sehr stabile Aufwärtsbewegung. Nur im Juli stand die Anleihe unter

Verkaufsdruck und notierte erstmals seit dem Börsengang unter pari. Nachdem das Management als Reaktion auf diesen unerklärlichen Kursverfall ein Anleiherückkaufprogramm beschlossen hat, hat sich die Anleihe wieder erholt und notiert seither beständig über pari. Im Zwölfmonatsvergleich führt dies zu einem Minus von 1,0%, was einer Outperformance gegenüber dem MiBoX von 4,5% entspricht.

**ABBILDUNG 5: MIBOX VS. ENTERPRISE HOLDINGS SEIT 01.01.2013**



Der Micro Bond Index (MiBoX) umfasst alle festverzinslichen, in Euro denominierten Unternehmensanleihen, die in den Mittelstandssegmenten der Börsen, Stuttgart, Frankfurt, Düsseldorf, München oder Hamburg/Hannover begeben wurden und eine Restlaufzeit von mindestens zwölf Monaten aufweisen. Er wird als Performance Index berechnet, bei dem Kuponzahlungen in den Index reinvestiert werden.

QUELLE: ONVISTA, DEUTSCHE BÖRSE AG, SPHENE CAPITAL

### Schwächen und Risiken

Aus dem Geschäftsmodell sehen wir u. a. folgende Schwächen bzw. Risiken: **(1)** Fehlender direkter Kundenzugang und Abhängigkeit vom Erfolg der Vertriebspartner, **(2)** Notwendigkeit zur permanenten Identifizierung neuer Nischenmärkte, **(3)** Schwierigkeit der Unternehmensprognose durch kurze Laufzeit der Versicherungsverträge von einem Jahr, **(4)** Abhängigkeit von Schlüsselpersonen, **(5)** hohe Wettbewerbsintensität im (britischen) Kfz-Versicherungsbereich, **(6)** hohe Bedeutung von Griechenland, **(7)** aktuelles Zinsumfeld, **(8)** regulatorische Risiken und **(9)** Fristen-Inkongruenz aus der Duration der Finanzanlagen und der Laufzeit der Versicherungsverträge.

### 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 Skaleneffekte 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.

Geschäftsmodell

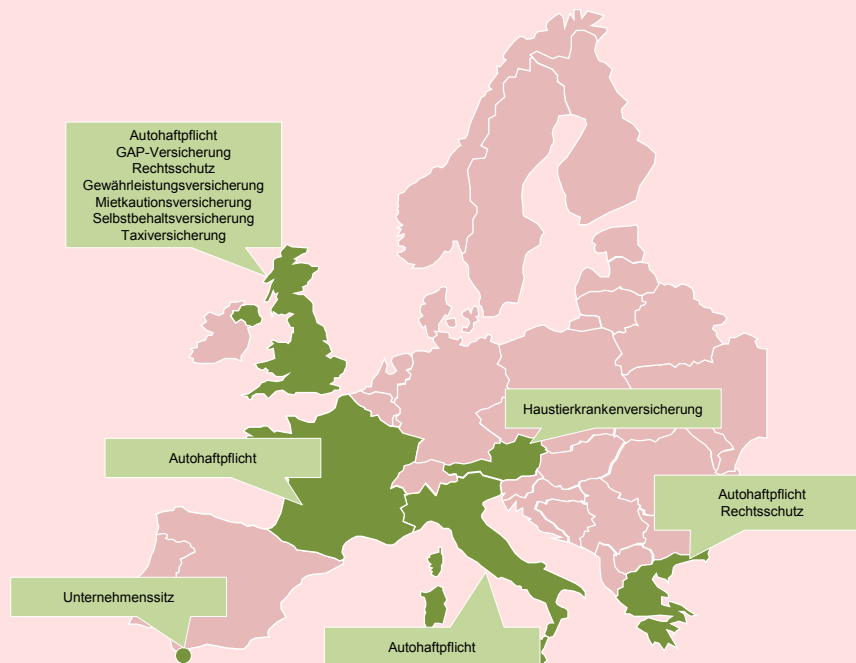
### Geographische Präsenz

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

Flexibler Roll-Out der Produkte in neuen Märkten

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.

## ABBILDUNG 6: GEOGRAPHISCHE PRÄSENZ



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

QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL

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

Gibraltar GAAP (31.03.)		2008/09	2009/10	2010/11	2011/12 (9M)
<b>Gebuchte Bruttoprämien</b>	<b>GBP Mio.</b>	<b>9,8</b>	<b>21,0</b>	<b>51,9</b>	<b>75,2</b>
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%
<b>Gebuchte Nettoprämien</b>	<b>GBP Mio.</b>	<b>9,8</b>	<b>19,4</b>	<b>38,8</b>	<b>42,7</b>
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
<b>Verdiente Beiträge für eigene Rechnung</b>	<b>GBP Mio.</b>	<b>4,5</b>	<b>15,2</b>	<b>30,9</b>	<b>39,1</b>
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%
<b>Versicherungstechnisches Ergebnis</b>	<b>GBP Mio.</b>	<b>3,3</b>	<b>4,5</b>	<b>7,2</b>	<b>7,7</b>
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
<b>Ergebnis vor Ertragsteuern</b>	<b>GBP Mio.</b>	<b>1,8</b>	<b>2,8</b>	<b>3,2</b>	<b>2,2</b>
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%
<b>Ergebnis nach Steuern</b>	<b>GBP Mio.</b>	<b>1,8</b>	<b>2,8</b>	<b>3,0</b>	<b>1,8</b>
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

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

Gibraltar GAAP (31.03.)		2012/13	2013/14	2014/15e	2015/16e	2016/17e
<b>Gebuchte Bruttoprämien</b>	<b>GBP Mio.</b>	<b>134,8</b>	<b>152,7</b>	<b>153,8</b>	<b>166,7</b>	<b>180,3</b>
YoY	%	n/a	13,3%	0,7%	8,4%	8,2%
Abgegebene Rückversicherungsbeiträge	GBP Mio.	-57,5	-65,8	-63,1	-69,1	-75,5
Rückversicherungsquote	%	42,7%	43,1%	41,0%	41,4%	41,9%
<b>Gebuchte Nettoprämien</b>	<b>GBP Mio.</b>	<b>77,3</b>	<b>87,0</b>	<b>90,7</b>	<b>97,6</b>	<b>104,8</b>
Δ Rückstellungen Prämienüberträge	GBP Mio.	-18,8	-9,2	-10,2	-11,6	-13,2
Anteil Rückversicherung an Δ Prämienüberträge	GBP Mio.	9,5	3,2	3,6	4,1	4,7
<b>Verdiente Beiträge für eigene Rechnung</b>	<b>GBP Mio.</b>	<b>68,0</b>	<b>81,0</b>	<b>84,2</b>	<b>90,2</b>	<b>96,3</b>
YoY	%	n/a	19,2%	3,8%	7,1%	6,9%
in % der Bruttoprämien	%	50,4%	53,1%	54,7%	54,1%	53,4%
Aufwendungen für Versicherungsfälle	GBP Mio.	-46,5	-52,8	-48,5	-49,6	-52,0
Schadenaufwendungen (netto)	GBP Mio.	-30,3	-38,0	-33,5	-33,2	-34,0
Bruttoschadenaufwendungen	GBP Mio.	-46,6	-65,0	-59,3	-61,0	-65,4
Schadenaufwendungen (Anteil der Rückversicherer)	GBP Mio.	16,3	27,0	25,8	27,9	31,3
Rückstellungen (netto)	GBP Mio.	-16,2	-14,8	-15,0	-16,4	-18,0
Δ Rückstellungen Versicherungs-/Investmentverträge	GBP Mio.	-31,4	-17,8	-18,1	-19,8	-21,6
Anteil Rückversicherung an Rückstellungen	GBP Mio.	15,2	3,0	3,1	3,4	3,7
Sonstiges versicherungstechnisches Ergebnis	GBP Mio.	2,7	2,2	2,0	2,0	1,9
Aufwendungen für den Versicherungsbetrieb	GBP Mio.	-24,9	-21,1	-25,7	-27,5	-29,5
Abschlussaufwendungen	GBP Mio.	-34,4	-35,6	-41,3	-44,3	-47,4
Δ latente Akquisitionsaufwendungen	GBP Mio.	5,0	1,8	2,1	2,2	2,4
Δ latente Akquisitionsaufwendungen (Rückvers.)	GBP Mio.	-0,1	-2,3	-2,8	-3,0	-3,2
Sonstige betriebliche Aufwendungen	GBP Mio.	-0,4	-1,8	-2,2	-2,3	-2,5
Rückversicherungskommissionen	GBP Mio.	5,0	16,8	18,5	19,8	21,2
Combined Ratio	%	100,6%	89,5%	86,0%	83,3%	82,1%
<b>Versicherungstechnisches Ergebnis</b>	<b>GBP Mio.</b>	<b>-0,7</b>	<b>9,3</b>	<b>11,9</b>	<b>15,0</b>	<b>16,8</b>
in % der verdienten Beiträge	%	-1,0%	11,5%	14,2%	16,6%	17,4%
YoY	%	n/a	-1510,5%	28,4%	25,3%	12,3%
Ergebnis aus Kapitalanlagen	GBP Mio.	0,6	1,6	2,0	1,8	1,8
Nicht realisierte Erträge	GBP Mio.	0,0	-0,8	0,0	0,0	0,0
Zinsaufwendungen	GBP Mio.	0,0	-2,2	-2,0	-2,0	-1,5
Sonstiges Ergebnis	GBP Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Betriebsaufwendungen	GBP Mio.	-12,6	-13,0	-10,2	-12,2	-14,7
<b>Ergebnis vor Ertragsteuern</b>	<b>GBP Mio.</b>	<b>-12,6</b>	<b>-5,2</b>	<b>1,8</b>	<b>2,6</b>	<b>2,5</b>
in % der verdienten Beiträge	%	-18,5%	-6,4%	2,1%	2,9%	2,6%
YoY	%	n/a	-58,9%	-134,0%	47,0%	-4,3%
Ertragsteuern	GBP Mio.	-0,2	-0,6	-0,2	-0,3	-0,2
Steuerquote	%	1,2%	11,8%	-10,0%	-10,0%	-10,0%
<b>Ergebnis nach Steuern</b>	<b>GBP Mio.</b>	<b>-12,8</b>	<b>-5,8</b>	<b>1,6</b>	<b>2,3</b>	<b>2,2</b>
in % der verdienten Beiträge	%	-18,8%	-7,1%	1,9%	2,6%	2,3%
YoY	%	n/a	-54,6%	-127,3%	47,0%	-4,3%

QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL PROGNOSEN

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

Gibraltar GAAP (31.03.)		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
<b>Summe Aktiva</b>	<b>GBP Mio.</b>	<b>12,7</b>	<b>23,6</b>	<b>58,1</b>	<b>94,8</b>
<b>Eigenkapital</b>	<b>GBP Mio.</b>	<b>2,3</b>	<b>5,1</b>	<b>8,2</b>	<b>8,7</b>
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
<b>Summe Passiva</b>	<b>GBP Mio.</b>	<b>12,7</b>	<b>23,6</b>	<b>58,1</b>	<b>94,8</b>
QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL					



## Bilanz 2012/13-2016/17e

Gibraltar GAAP (31.03.)		2012/13	2013/14	2014/15e	2015/16e	2016/17e
Langfristiges Vermögen	GBP Mio.	24,3	42,9	42,9	43,0	43,1
Grundstücke	GBP Mio.	2,1	2,7	2,8	2,9	3,0
Finanzinvestitionen	GBP Mio.	22,3	40,1	40,1	40,1	40,1
davon Wertpapiere	GBP Mio.	9,5	20,8	20,8	20,8	20,8
davon Spareinlagen	GBP Mio.	12,8	19,3	19,3	19,3	19,3
Goodwill	GBP Mio.	0,2	0,0	0,2	0,2	0,2
Langfristige Vermögenswerte	GBP Mio.	0,2	0,3	0,4	0,4	0,4
Anteil der Rückvers. an technischen Rückstellungen	GBP Mio.	47,7	53,9	60,6	68,1	76,5
Anteil Rückvers. an den Prämienüberträgen	GBP Mio.	22,8	26,0	29,7	33,8	38,5
Anteil Rückvers. an den ausstehenden Ansprüchen	GBP Mio.	24,9	27,9	30,9	34,3	38,0
Forderungen	GBP Mio.	57,8	48,1	48,5	52,5	56,8
Forderungen aus Direktversicherungen	GBP Mio.	41,5	38,2	38,5	41,7	45,1
Forderungen aus Rückversicherungen	GBP Mio.	13,3	5,9	6,0	6,5	7,0
Sonstige Forderungen	GBP Mio.	2,9	4,0	4,0	4,3	4,7
Forderungen aus L&L und Rechnungsabgrenzungsposten	GBP Mio.	14,2	18,0	10,5	10,7	11,0
Aufgelaufene Zinsen	GBP Mio.	0,3	0,3	0,3	0,3	0,4
Akquisitionskosten	GBP Mio.	13,1	14,9	7,4	7,4	7,4
Sonstige Vorauszahlungen	GBP Mio.	0,9	2,8	2,8	3,0	3,3
Barreserven und andere liquide Mittel	GBP Mio.	21,1	25,7	48,3	63,3	51,9
<b>Summe Aktiva</b>	<b>GBP Mio.</b>	<b>165,5</b>	<b>188,9</b>	<b>211,4</b>	<b>238,4</b>	<b>240,0</b>
<b>Eigenkapital</b>	<b>GBP Mio.</b>	<b>-4,0</b>	<b>-9,8</b>	<b>-8,2</b>	<b>-5,9</b>	<b>-3,7</b>
Eigenkapitalquote	%	-2,4%	-5,2%	-3,9%	-2,5%	-1,5%
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	-10,5	-8,9	-6,6	-4,4
Minderheitsanteile	GBP Mio.	2,6	2,8	2,8	2,8	2,8
Versicherungstechnische Rückstellungen	GBP Mio.	111,3	138,3	158,0	180,1	204,8
Rückstellungen für Prämienüberträge	GBP Mio.	53,2	62,4	72,5	84,1	97,3
Rückstellungen auf Versicherungsansprüche	GBP Mio.	58,0	75,9	85,5	96,0	107,4
Verbindlichkeiten	GBP Mio.	50,2	51,3	52,4	54,4	28,6
Verbindlichkeiten aus Direktversicherungen	GBP Mio.	3,8	3,3	3,3	3,6	3,9
Verbindlichkeiten aus Rückversicherungen	GBP Mio.	23,2	15,3	15,4	16,7	18,0
Verbindlichkeiten gegenüber Kreditinstituten	GBP Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Sonstige Verbindlichkeiten	GBP Mio.	5,2	5,6	5,7	6,1	6,6
Anleihe	GBP Mio.	18,0	27,1	28,0	28,0	0,0
Rechnungsabgrenzungsposten	GBP Mio.	5,5	6,4	6,4	7,0	7,5
<b>Summe Passiva</b>	<b>GBP Mio.</b>	<b>165,5</b>	<b>188,9</b>	<b>211,4</b>	<b>238,4</b>	<b>240,0</b>

QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL PROGNOSEN

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

Gibraltar GAAP (31.03.)		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%
<b>Summe Aktiva</b>	<b>%</b>	<b>100,0%</b>	<b>100,0%</b>	<b>100,0%</b>	<b>100,0%</b>
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%
<b>Summe Passiva</b>	<b>%</b>	<b>100,0%</b>	<b>100,0%</b>	<b>100,0%</b>	<b>100,0%</b>
QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL					

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

Gibraltar GAAP (31.03.)		2012/13	2013/14	2014/15e	2015/16e	2016/17e
Langfristiges Vermögen	%	14,7%	22,7%	20,3%	18,0%	18,0%
Grundstücke	%	1,2%	1,4%	1,3%	1,2%	1,2%
Finanzinvestitionen	%	13,5%	21,2%	19,0%	16,8%	16,7%
davon Wertpapiere	%	5,7%	11,0%	9,9%	8,7%	8,7%
davon Spareinlagen	%	7,7%	10,2%	9,1%	8,1%	8,0%
Goodwill	%	0,1%	0,0%	0,1%	0,1%	0,1%
Langfristige Vermögenswerte	%	0,1%	0,2%	0,2%	0,2%	0,2%
Anteil der Rückvers. an technischen Rückstellungen	%	28,8%	28,5%	28,7%	28,6%	31,9%
Anteil Rückvers. an den Prämienüberträgen	%	13,8%	13,8%	14,0%	14,2%	16,1%
Anteil Rückvers. an den ausstehenden Ansprüchen	%	15,0%	14,8%	14,6%	14,4%	15,8%
Forderungen	%	34,9%	25,5%	22,9%	22,0%	23,7%
Forderungen aus Direktversicherungen	%	25,1%	20,2%	18,2%	17,5%	18,8%
Forderungen aus Rückversicherungen	%	8,0%	3,1%	2,8%	2,7%	2,9%
Sonstige Forderungen	%	1,8%	2,1%	1,9%	1,8%	2,0%
Forderungen aus L&L und Rechnungsabgrenzungsposten	%	8,6%	9,5%	5,0%	4,5%	4,6%
Aufgelaufene Zinsen	%	0,2%	0,2%	0,2%	0,1%	0,2%
Akquisitionskosten	%	7,9%	7,9%	3,5%	3,1%	3,1%
Sonstige Vorauszahlungen	%	0,5%	1,5%	1,3%	1,3%	1,4%
Barreserven und andere liquide Mittel	%	12,8%	13,6%	22,8%	26,6%	21,6%
<b>Summe Aktiva</b>	<b>%</b>	<b>100,0%</b>	<b>100,0%</b>	<b>100,0%</b>	<b>100,0%</b>	<b>100,0%</b>
Eigenkapital	%	-2,4%	-5,2%	-3,9%	-2,5%	-1,5%
Grundkapital	%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Kapitalrücklagen	%	0,4%	0,4%	0,3%	0,3%	0,3%
Gewinnvortrag	%	-2,8%	-5,6%	-4,2%	-2,8%	-1,8%
Minderheitsanteile	%	1,6%	1,5%	1,3%	1,2%	1,1%
Versicherungstechnische Rückstellungen	%	67,2%	73,2%	74,8%	75,6%	85,3%
Rückstellungen für Prämienüberträge	%	32,2%	33,0%	34,3%	35,3%	40,6%
Rückstellungen auf Versicherungsansprüche	%	35,1%	40,2%	40,4%	40,3%	44,8%
Verbindlichkeiten	%	30,3%	27,2%	24,8%	22,8%	11,9%
Verbindlichkeiten aus Direktversicherungen	%	2,3%	1,8%	1,6%	1,5%	1,6%
Verbindlichkeiten aus Rückversicherungen	%	14,0%	8,1%	7,3%	7,0%	7,5%
Verbindlichkeiten gegenüber Kreditinstituten	%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Sonstige Verbindlichkeiten	%	3,1%	3,0%	2,7%	2,6%	2,8%
Anleihe	%	10,9%	14,3%	13,2%	11,7%	0,0%
Rechnungsabgrenzungsposten	%	3,3%	3,4%	3,0%	2,9%	3,1%
<b>Summe Passiva</b>	<b>%</b>	<b>100,0%</b>	<b>100,0%</b>	<b>100,0%</b>	<b>100,0%</b>	<b>100,0%</b>
QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL PROGNOSEN						

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

Gibraltar GAAP (31.03.)		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	-17,3	-16,2
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
<b>Operativer Cashflow</b>	<b>GBP Mio.</b>	<b>2,0</b>	<b>7,8</b>	<b>9,9</b>	<b>7,7</b>
Zinsertrag	GBP Mio.	0,0	0,0	0,1	0,3
Zinsaufwand	GBP Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Ergebnis aus Kapitalanlagen</b>	<b>GBP Mio.</b>	<b>0,0</b>	<b>0,0</b>	<b>0,1</b>	<b>0,2</b>
Gezahlte Steuern	GBP Mio.	0,0	0,0	0,0	-0,3
Investitionen in Sachanlagen	GBP Mio.	0,0	0,0	-0,8	-0,3
Investitionen in Finanzanlagen	GBP Mio.	0,0	-5,5	-8,1	-1,5
Sonstige Investitionen	GBP Mio.	0,0	-0,1	-0,1	-0,5
Bereinigungen	GBP Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Investiver Cashflow</b>	<b>GBP Mio.</b>	<b>0,0</b>	<b>-5,6</b>	<b>-9,0</b>	<b>-2,3</b>
<b>Free Cashflow</b>	<b>GBP Mio.</b>	<b>2,0</b>	<b>2,2</b>	<b>1,1</b>	<b>5,4</b>
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
Bereinigungen	GBP Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Finanz-Cashflow</b>	<b>GBP Mio.</b>	<b>0,0</b>	<b>-0,9</b>	<b>0,0</b>	<b>0,0</b>
Zahlungsmittelzufluss (netto)	GBP Mio.	2,0	1,2	1,1	5,4
Sonstige Veränderungen	GBP Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0
Liquide Mittel am Anfang der Periode	GBP Mio.	0,0	1,9	3,1	4,2
<b>Liquide Mittel am Ende der Periode</b>	<b>GBP Mio.</b>	<b>1,9</b>	<b>3,1</b>	<b>4,2</b>	<b>9,6</b>
QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL					

## Cashflow-Statement 2012/13-2016/17e

Gibraltar GAAP (31.03.)		2012/13	2013/14	2014/15e	2015/16e	2016/17e
Ergebnis vor Steuern und Minderheitsanteilen	GBP Mio.	-12,6	-5,2	1,8	2,6	2,5
Abschreibungen	GBP Mio.	0,1	0,1	0,1	0,2	0,2
Amortisationen	GBP Mio.	0,1	0,2	0,2	0,2	0,3
Δ Forderungen aus Lief. und Leistungen	GBP Mio.	-26,8	5,9	7,2	-4,3	-4,6
Δ Versicherungstechnische Rückstellungen	GBP Mio.	25,5	20,8	13,1	14,6	16,3
Δ Verbindlichkeiten Lieferung und Leistung	GBP Mio.	14,7	-6,7	0,2	2,6	2,7
Δ Minderheitsanteile	GBP Mio.	0,2	0,1	0,0	0,0	0,0
Zinsertrag	GBP Mio.	-0,6	-1,6	-2,0	-1,8	-1,8
Zinsaufwand	GBP Mio.	0,7	1,1	2,0	2,0	1,5
Unrealisierte Gewinne	GBP Mio.	0,0	0,9	0,0	0,0	0,0
<b>Operativer Cashflow</b>	<b>GBP Mio.</b>	<b>1,3</b>	<b>15,6</b>	<b>22,5</b>	<b>16,0</b>	<b>17,0</b>
Zinsertrag	GBP Mio.	0,6	1,6	2,0	1,8	1,8
Zinsaufwand	GBP Mio.	0,0	-1,1	-2,0	-2,0	-1,5
<b>Ergebnis aus Kapitalanlagen</b>	<b>GBP Mio.</b>	<b>0,5</b>	<b>0,5</b>	<b>0,0</b>	<b>-0,2</b>	<b>0,3</b>
Gezahlte Steuern	GBP Mio.	-0,3	-0,4	-0,2	-0,3	-0,2
Investitionen in Sachanlagen	GBP Mio.	-1,1	-0,8	-0,2	-0,2	-0,3
Investitionen in Finanzanlagen	GBP Mio.	-7,2	-17,9	0,0	0,0	0,0
Sonstige Investitionen	GBP Mio.	0,4	-0,1	-0,5	-0,2	-0,3
Bereinigungen	GBP Mio.	-0,1	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Investiver Cashflow</b>	<b>GBP Mio.</b>	<b>-7,9</b>	<b>-18,8</b>	<b>-0,7</b>	<b>-0,5</b>	<b>-0,6</b>
<b>Free Cashflow</b>	<b>GBP Mio.</b>	<b>-6,3</b>	<b>-3,0</b>	<b>21,7</b>	<b>15,1</b>	<b>16,6</b>
Aufnahme von Verbindlichkeiten	GBP Mio.	17,8	8,5	0,9	0,0	-28,0
Tilgung von Verbindlichkeiten	GBP Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Bereinigungen	GBP Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Finanz-Cashflow</b>	<b>GBP Mio.</b>	<b>17,8</b>	<b>8,5</b>	<b>0,9</b>	<b>0,0</b>	<b>-28,0</b>
Zahlungsmittelzufluss (netto)	GBP Mio.	11,5	5,5	22,6	15,1	-11,4
Sonstige Veränderungen	GBP Mio.	0,0	-0,9	0,0	0,0	0,0
Liquide Mittel am Anfang der Periode	GBP Mio.	9,6	21,1	25,7	48,3	63,3
<b>Liquide Mittel am Ende der Periode</b>	<b>GBP Mio.</b>	<b>21,1</b>	<b>25,7</b>	<b>48,3</b>	<b>63,3</b>	<b>51,9</b>
QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL PROGNOSEN						

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

Gibraltar GAAP (31.03.)		2008/09	2009/10	2010/11	2011/12 (9M)
<b>Gebuchte Bruttoprämien</b>	<b>GBP Mio.</b>	<b>9,8</b>	<b>21,0</b>	<b>51,9</b>	<b>75,2</b>
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
<b>YoY</b>	<b>%</b>	<b>n/a</b>	<b>115,0%</b>	<b>147,6%</b>	<b>n/a</b>
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
<b>in %</b>	<b>%</b>	<b>100,0%</b>	<b>100,0%</b>	<b>100,0%</b>	<b>100,0%</b>
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%
<b>Rückversicherungsbilanz</b>	<b>GBP Mio.</b>	<b>0,1</b>	<b>0,4</b>	<b>3,0</b>	<b>-5,5</b>
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					

## Segmente 2012/13-2016/17e

Gibraltar GAAP (31.03.)		2012/13	2013/14	2014/15e	2015/16e	2016/17e
<b>Gebuchte Bruttoprämien</b>	<b>GBP Mio.</b>	<b>134,8</b>	<b>152,7</b>	<b>153,8</b>	<b>166,7</b>	<b>180,3</b>
Automobil	GBP Mio.	106,4	139,7	127,2	138,8	151,5
Feuer und Grundstück	GBP Mio.	0,2	0,4	0,6	0,7	0,9
Rechtsschutz	GBP Mio.	14,0	-0,2	12,6	13,1	13,5
Hausrat	GBP Mio.	7,2	4,4	4,6	4,8	4,9
Sonstige	GBP Mio.	7,0	8,4	8,9	9,2	9,5
<b>YoY</b>	<b>%</b>	<b>79,3%</b>	<b>13,3%</b>	<b>0,7%</b>	<b>8,4%</b>	<b>8,2%</b>
Automobil	%	94,9%	31,3%	-9,0%	9,2%	9,1%
Feuer und Grundstück	%	n/a	85,9%	27,7%	26,6%	25,5%
Rechtsschutz	%	-3,6%	-101,8%	-5185,4%	4,0%	2,9%
Hausrat	%	301,2%	-38,9%	5,0%	3,9%	2,9%
Sonstige	%	62,1%	20,4%	5,0%	4,0%	2,9%
<b>in %</b>	<b>%</b>	<b>100,0%</b>	<b>100,0%</b>	<b>100,0%</b>	<b>100,0%</b>	<b>100,0%</b>
Automobil	%	78,9%	91,5%	82,7%	83,3%	84,0%
Feuer und Grundstück	%	0,2%	0,3%	0,4%	0,4%	0,5%
Rechtsschutz	%	10,4%	-0,2%	8,2%	7,9%	7,5%
Hausrat	%	5,3%	2,9%	3,0%	2,9%	2,7%
Sonstige	%	5,2%	5,5%	5,8%	5,5%	5,3%
<b>Rückversicherungsbilanz</b>	<b>GBP Mio.</b>	<b>-15,3</b>	<b>-18,1</b>	<b>8,5</b>	<b>9,4</b>	<b>10,3</b>
Automobil	GBP Mio.	-10,7	-17,2	9,9	10,9	11,8
Feuer und Grundstück	GBP Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Rechtsschutz	GBP Mio.	-3,6	0,2	-0,2	-0,3	-0,3
Hausrat	GBP Mio.	-0,2	-0,4	-0,4	-0,4	-0,4
Sonstige	GBP Mio.	-0,8	-0,7	-0,8	-0,8	-0,8
QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL PROGNOSEN						

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

Gibraltar GAAP (31.03.)		2008/09	2009/10	2010/11	2011/12 (9M)
<b>Key Data</b>					
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
<b>Profitabilitätskennzahlen</b>					
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 $\Delta$ 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%
<b>Wachstumsraten</b>					
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					



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

Gibraltar GAAP (31.03.)		2012/13	2013/14	2014/15e	2015/16e	2016/17e
<b>Key Data</b>						
Gebuchte Bruttoprämien	GBP Mio.	134,8	152,7	153,8	166,7	180,3
Gebuchte Nettoprämien	GBP Mio.	77,3	87,0	90,7	97,6	104,8
Verdiente Beiträge für eigene Rechnung	GBP Mio.	68,0	81,0	84,2	90,2	96,3
Versicherungstechnisches Ergebnis	GBP Mio.	-0,7	9,3	11,9	15,0	16,8
Ergebnis aus Kapitalanlagen	GBP Mio.	0,6	1,6	2,0	1,8	1,8
Ergebnis vor Ertragsteuern	GBP Mio.	-12,6	-5,2	1,8	2,6	2,5
Ergebnis nach Steuern	GBP Mio.	-12,8	-5,8	1,6	2,3	2,2
Anzahl Mitarbeiter		32	48	52	62	72
<b>Profitabilitätskennzahlen</b>						
Gebuchte Bruttoprämien	%	57,3%	56,9%	59,0%	58,6%	58,1%
Abgegebene Rückversicherungsbeiträge	%	42,7%	43,1%	41,0%	41,4%	41,9%
Aufwendungen für Versicherungsfälle	%	-68,4%	-65,2%	-57,7%	-55,0%	-54,0%
davon Schadenaufwendungen (netto)	%	-44,5%	-46,9%	-39,8%	-36,8%	-35,3%
davon Δ Rückstellungen	%	-23,8%	-18,3%	-17,9%	-18,2%	-18,6%
Aufwendungen für den Versicherungsbetrieb	%	-32,2%	-24,3%	-28,3%	-28,2%	-28,1%
Combined Ratio	%	100,6%	89,5%	86,0%	83,3%	82,1%
Operating Ratio	%	99,8%	87,5%	83,7%	81,3%	80,2%
Schadenquote	%	68,4%	65,2%	57,7%	55,0%	54,0%
Versicherungstechnische Rückst. /Verdiente Prämien	%	93,5%	104,1%	115,7%	124,2%	133,1%
Versicherungstechnisches Ergebnis	%	-1,0%	11,5%	14,2%	16,6%	17,4%
Ergebnis vor Ertragsteuern	%	-18,5%	-6,4%	2,1%	2,9%	2,6%
Ergebnis nach Steuern	%	-18,8%	-7,1%	1,9%	2,6%	2,3%
ROE	%	926,3%	82,2%	-29,0%	-74,3%	-246,2%
ROA	%	-7,7%	-3,1%	0,7%	1,0%	0,9%
<b>Wachstumsraten</b>						
Gebuchte Bruttoprämien	%	n/a	13,3%	0,7%	8,4%	8,2%
Gebuchte Nettoprämien	%	n/a	12,5%	4,3%	7,6%	7,4%
Verdiente Beiträge für eigene Rechnung	%	n/a	19,2%	3,8%	7,1%	6,9%
Versicherungstechnisches Ergebnis	%	n/a	-1510,5%	28,4%	25,3%	12,3%
Ergebnis aus Kapitalanlagen	%	n/a	178,4%	23,7%	-8,0%	0,0%
Ergebnis vor Ertragsteuern	%	n/a	-58,9%	-134,0%	47,0%	-4,3%
Ergebnis nach Steuern	%	n/a	-54,6%	-127,3%	47,0%	-4,3%
Anzahl Mitarbeiter	%	n/a	50,0%	8,3%	19,2%	16,1%
QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL PROGNOSEN						

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

Gibraltar GAAP (31.03.)		2008/09	2009/10	2010/11	2011/12 (9M)
<b>Bilanzkennzahlen</b>					
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%
<b>Kennzahlen aus dem Versicherungswesen</b>					
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					

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

Gibraltar GAAP (31.03.)		2012/13	2013/14	2014/15e	2015/16e	2016/17e
<b>Bilanzkennzahlen</b>						
Langfristiges Vermögen	GBP Mio.	24,3	42,9	42,9	43,0	43,1
Langfristiges Vermögen (Durchschnitt)	GBP Mio.	24,3	42,9	42,9	43,0	43,1
davon Finanzinvestitionen	GBP Mio.	22,3	40,1	40,1	40,1	40,1
davon Finanzinvestitionen (Durchschnitt)	GBP Mio.	22,3	40,1	40,1	40,1	40,1
Versicherungstechnische Rückstellungen	GBP Mio.	111,3	138,3	158,0	180,1	204,8
Versicherungstechnische Rückstellungen (netto)	GBP Mio.	63,6	84,4	97,4	112,0	128,3
Eigenkapital	GBP Mio.	-1,4	-7,0	-5,5	-3,1	-0,9
Eigenkapital (Durchschnitt)	GBP Mio.	-1,4	-7,0	-5,5	-3,1	-0,9
EK-Quote	%	-2,4%	-5,2%	-3,9%	-2,5%	-1,5%
Nettoverschuldung	GBP Mio.	-3,1	1,4	-20,3	-35,3	-51,9
Financial Leverage (Finanzverb./Eigenkapital)	%	-448,4%	-284,6%	-340,7%	-475,4%	0,0%
<b>Kennzahlen aus dem Versicherungswesen</b>						
Verdiente Beiträge/EK	x	-56,2	-12,3	-16,6	-31,1	-115,8
Versicherungstechnische Rückstellungen (netto)/EK	x	-46,2	-12,0	-17,8	-35,7	-141,7
Versicherungstechnische Rückstellungen vs. Bruttoprämien	%	82,5%	90,5%	102,7%	108,1%	113,6%
Versicherungstechnische Rückstellungen vs. Nettoprämien	%	82,2%	97,0%	107,4%	114,7%	122,4%
Technischer Deckungsgrad	%	143,9%	159,0%	174,2%	184,5%	195,4%
Leverage (netto)	x	-142,7	-32,5	-45,2	-86,5	-300,5
Leverage (brutto)	x	-177,4	-40,2	-56,3	-108,2	-385,0
Finanzinvestitionen/Verdiente Beiträge	%	32,7%	49,5%	47,7%	44,5%	41,7%
Ergebnis aus Kapitalanlagen/Finanzinvestitionen	%	2,5%	6,0%	4,9%	4,5%	4,5%
Liquiditätsquote	%	33,2%	30,4%	49,6%	56,5%	40,4%
Leverage Ratio	x	-5,6	-4,1	-4,9	-6,8	-11,0
Δ Nettoschadenrückstellungen/EK	%	1177,2%	210,7%	275,1%	524,8%	1984,3%
Δ Nettoschadenrückstellungen/Jahresüberschuss	%	127,1%	256,3%	-948,5%	-706,4%	-806,1%
Δ Schadenrückstellungen/Verdiente Beiträge	%	-23,8%	-18,3%	-17,9%	-18,2%	-18,6%
Schadenreservierung	%	-238,7%	-212,7%	-266,5%	-295,0%	-313,2%
Anteil RV an ausstehenden Ansprüchen/EK	%	-968,0%	-84,4%	-109,6%	-207,0%	-774,9%
Zinsdeckungsgrad (EBIT/Zinsaufwand)	x	-450,0	-2,8	1,9	2,3	2,7
QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL PROGNOSEN						

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

Gibraltar GAAP (31.03.)		2008/09	2009/10	2010/11	2011/12 (9M)
<b>Kennzahlen zur Kapitaldienstdeckung</b>					
EBITDA Interest Coverage	x	n/a	96,8	120,2	113,4
EBIT Interest Coverage	x	n/a	92,2	115,5	105,7
<b>Kennzahlen zur Verschuldung</b>					
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
<b>Kennzahlen zur Kapitalstruktur</b>					
Risk Bearing Capital	x	0,2	0,2	0,2	0,1
Total Debt/Capital	x	0,3	0,0	0,0	0,0
<b>Erweiterte Kennzahlen</b>					
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

## DVFA-Kennzahlen 2012/13-2016/17e

Gibraltar GAAP (31.03.)		2012/13	2013/14	2014/15e	2015/16e	2016/17e
<b>Kennzahlen zur Kapitaldienstdeckung</b>						
EBITDA Interest Coverage	x	-443,5	-2,6	2,1	2,5	3,0
EBIT Interest Coverage	x	-450,0	-2,8	1,9	2,3	2,7
<b>Kennzahlen zur Verschuldung</b>						
Total Debt/EBITDA	x	-1,4	-10,1	6,9	5,7	0,0
Total Net Debt/EBITDA	x	0,3	-0,5	-5,0	-7,2	-11,8
<b>Kennzahlen zur Kapitalstruktur</b>						
Risk Bearing Capital	x	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Total Debt/Capital	x	1,1	1,4	1,2	1,1	0,0
<b>Erweiterte Kennzahlen</b>						
EBITDA	GBP Mio.	-12,4	-2,7	4,0	4,9	4,4
EBIT	GBP Mio.	-12,6	-3,0	3,7	4,5	3,9
Bruttoprämien	GBP Mio.	134,8	152,7	153,8	166,7	180,3
Gesamte Zinszahlungen	GBP Mio.	0,0	1,1	2,0	2,0	1,5
Funds from operations	GBP Mio.	-12,6	-5,5	1,9	2,7	2,7
Operativer Cashflow	GBP Mio.	0,9	14,5	22,3	15,6	17,1
Bilanzsumme	GBP Mio.	165,5	188,9	211,4	238,4	240,0
Nettoverschuldung	GBP Mio.	-3,1	1,4	0,0	-20,3	-20,3
Free Cashflow an die Bondholder	GBP Mio.	-15,0	-23,1	21,0	14,6	16,0
Free Cashflow	GBP Mio.	-7,1	-4,3	21,7	15,1	16,6
Gesamtverschuldung	GBP Mio.	18,0	27,1	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	-10,5	-8,9	-6,6	-4,4
Finanzverbindlichkeiten/EBITDA	x	-1,4	-10,1	6,9	5,7	0,0
Funds from operations/Gesamtverschuldung	x	-0,7	-0,2	n/a	0,1	0,1
Funds from operations/Nettoverschuldung	x	4,0	-3,9	n/a	-0,1	-0,1
Operating Cashflow t-4	GBP Mio.	2,0	7,8	9,9	7,7	1,3
Operating Cashflow t-3	GBP Mio.	7,8	9,9	7,7	1,3	15,6
Operating Cashflow t-2	GBP Mio.	9,9	7,7	1,3	15,6	22,5
Operating Cashflow t-1	GBP Mio.	7,7	1,3	15,6	22,5	16,0
Operating Cashflow t	GBP Mio.	1,3	15,6	22,5	16,0	17,0

QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL PROGNOSEN

## 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	Keine Sicherheiten zur Besicherung von Kapitalmarktverbindlichkeiten
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

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 Aktien 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 eine ihr nahestehende Person/nahestehendes 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. Im Rahmen dieser Vereinbarung hat Sphene Capital GmbH eine marktübliche, vorab entrichtete Flat-Fee erhalten.

**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)
24. Oktober 2014	-	-	1; 8
29. August 2014	-	-	1; 8
3. Juli 2014	-	-	1; 8
2. Januar 2014	-	-	1; 2; 8
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, Multiplikatorenmodelle 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**

Alle in dieser Studie enthaltenen Bewertungen, Stellungnahmen und Vorhersagen entsprechen den Ansichten des Verfassers dieser Studie. Die Vergütung des Erstellers einer Studie hängt weder in der Vergangenheit, der Gegenwart noch in der Zukunft direkt oder indirekt mit der Empfehlung oder den Sichtweisen, die in der Studie geäußert werden, zusammen.