

Enterprise Holdings

Reuters: E0HA.DE

Bloomberg: E0HA:GR

ISIN: DE000A1G9AQ4

WKN: A1G9AQ

Credit Research

Im ersten Halbjahr deutlich über Vorjahr

Die erstmals von Ernst & Young geprüften H1-Zahlen lagen durchgängig über unseren Erwartungen und den bereinigten Vorjahreszahlen. Mit einer Nominalverzinsung von 7,0% bei einem beständigen Creditreform-Rating von A- weist die Mittelstandsanleihe von Enterprise Holdings eine im Peergroup-Vergleich der bonitätsstärksten Mittelstandsanleihen überdurchschnittliche Effektivverzinsung von derzeit 5,76% auf. Für den Anleger nach u. E. ebenfalls attraktiv sind die breite Verpflichtung zu Covenants und der sogenannte „Float“, der sich aus der Asymmetrie des Versicherungsgeschäftes (Prämieinzahlung heute, Schadensregulierung in Zukunft) ergibt und für eine Tilgung der Anleihe jederzeit zur Verfügung steht.

H1/2014/15 im Überblick

In den ersten sechs Monaten erwirtschaftete Enterprise Holdings **gebuchte Bruttoprämien** in Höhe von GBP 73,5 Mio. (Vj.: GBP 74,4 Mio., -1,2% YoY), fast ausschließlich im Bereich der Kfz-Versicherungen. Hiervon wurden GBP 33,2 Mio. oder 45,1% (Vj.: 37,9%) an Rückversicherungen abgetreten; das Netto-Exposure der **gebuchten Nettoprämien** belief sich damit auf GBP 40,3 Mio. Die **Schadensquote** stieg im H1/2014/15 auf 57,0% von 53,2% im vergleichbaren Vorjahreszeitraum. Zum Halbjahr konnte Enterprise Holdings damit ein **versicherungstechnisches Ergebnis** von GBP 9,0 Mio. berichten; der um Einmaleffekte bereinigte Vorjahreswert lag bei GBP 6,3 Mio., so dass sich ein Anstieg um 44,1% ergab. Nach Abzug von **Betriebsaufwendungen** in Höhe von GBP 4,9 Mio. erreichte das **Ergebnis vor bzw. nach Steuern** GBP 4,5 Mio. bzw. GBP 4,2 Mio.

		Berichtet	Erwartet	Δ
Gebuchte Bruttoprämien	GBP Mio.	73,5	69,5	5,7%
Vers.-technisches Ergebnis	GBP Mio.	9,0	8,3	8,9%
Combined Ratio	%	80,9%	76,3%	452 bps
Ergebnis vor Ertragsteuern	GBP Mio.	4,5	1,5	201,1%
Ergebnis nach Steuern	GBP Mio.	4,2	1,4	201,3%

QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL

Die **Combined Ratio** als Summe aus Kosten- und Schadensquote lag im ersten Halbjahr bei 80,9% (Vj.: 77,5%). Dagegen wurden **Schadensrückstellungen** in Höhe von GBP 5,8 Mio. (brutto) bzw. GBP 4,1 Mio. (netto) aufgelöst, die nach Ansicht der Gesellschaft zu hoch dotiert worden waren. Bislang wurde die Bildung von Rückstellungen nur einmal jährlich, bei der Erstellung des Jahresabschlusses, auf der Grundlage von versicherungsmathematischen Gutachten überprüft. Da diese Vorgehensweise im zweiten Halbjahr regelmäßig erhebliche nicht-liquiditätswirksame Ergebniseffekte zur Folge hatte, hat sich das Management dazu entschlossen, die Dotierung der Rückstellungen zukünftig auch unterjährig zu überprüfen. Auch der Halbjahresabschluss 2013/14 wurde von Ernst & Young rückwirkend um diese Effekte bereinigt, was für das Vorjahr eine Anpassung um GBP -4,8 Mio. zur Folge hatte. Unter Berücksichtigung weiterer Einmaleffekte belief sich das Nachsteuerergebnis im H1 des Vorjahres auf GBP -2,1 Mio., was einer Ergebnisverbesserung zum H1/2014/15 von GBP 6,4 Mio. entspricht.

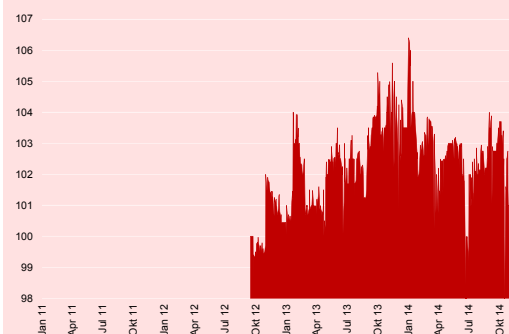
Kurs:	103,05%
Effektivverzinsung:	5,76%
Aktuelles Unternehmens-Rating:	n/a
Aktuelles Anleihe-Rating:	A- (Creditreform)
Handelssegment:	Entry Standard für Anleihen
Nominalzins:	7,00%
Anleihevolumen:	EUR 35,0 Mio.
davon platziert:	EUR 35,0 Mio.
Tag der Emission:	26.09.2012
Laufzeitende:	25.09.2017
Zinszahlungen:	Jährlich am 26.09.

GBP Mio. (31/03)	12/13	13/14	14/15e	15/16e
Bruttoprämien	134,8	152,7	146,2	166,3
Nettoprämien	77,3	87,0	80,1	90,3
Verdiente Beiträge	68,0	81,0	77,1	87,1
Vers.-techn. Erg.	-0,7	9,3	11,3	15,2
Erg. aus Kap.-anl.	0,6	1,6	2,8	3,0
EBT	-12,6	-5,2	2,0	3,0
EAT	-12,8	-5,8	1,9	2,7

YoY (%)	12/13	13/14	14/15e	15/16e
Bruttoprämien	n/a	13%	-4%	14%
Nettoprämien	n/a	13%	-8%	13%
Verdiente Beiträge	n/a	19%	-5%	13%
Vers.-techn. Erg.	n/a	n/a	22%	34%
Erg. aus Kap.-anl.	n/a	178%	80%	5%
EBT	n/a	-59%	n/a	51%
EAT	n/a	-55%	n/a	39%

GBP Mio.	12/13	13/14	14/15e	15/16e
Finanzinvestitionen	22,3	40,1	51,1	51,1
Eigenkapital	-4,0	-9,8	-7,9	-5,2
Eigenkapitalquote	-2,4%	-5,2%	-3,8%	-2,3%

x	12/13	13/14	14/15e	15/16e
Beiträge/EK	-56,2	-12,3	-14,2	-36,6
Deckungsgrad (%)	143,9	159,0	192,7	191,6
Leverage (netto)	-142,7	-32,5	-45,5	-106,1
Leverage (brutto)	-177,4	-40,2	-56,9	-131,6
Liquiditätsquote (%)	33,2	30,4	38,2	45,9
Schadenreserv. (%)	-238,7	-212,7	-209,0	-210,8



QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, ONVISTA, SPHENE CAPITAL PROGNOSEN

Peter Thilo Hasler, CEFA

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

peter-thilo.hasler@sphene-capital.de

TABELLE 1: VERGLEICH AUSGEWÄHLTER KENNZAHLEN H1/2013/14 (ADJUSTIERT) VS. H1/2014/15

	H1/2013/14 (adj.)	H1/2014/15	Δ
Gebuchte Bruttoprämien	74,4	73,5	-1,2%
Gebuchte Nettoprämien	46,2	40,3	-12,7%
Verdiente Beiträge für eigene Rechnung	40,2	42,1	4,4%
Versicherungstechnisches Ergebnis	6,3	9,0	44,1%
Ergebnis aus Kapitalanlagen	0,6	1,4	134,8%
Ergebnis vor Ertragsteuern	-2,0	4,5	n/a
Ergebnis nach Steuern	-2,1	4,2	n/a

QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL

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.

Anpassung unserer Prognosen

Nach der Veröffentlichung des Halbjahresberichts, der aus unserer Sicht bemerkenswert umfangreich und detailliert ist, passen wir unsere Prognosen für die kommenden beiden Jahre an. Für das laufende Geschäftsjahr 2014/15e rechnen wir mit im Vergleich zum Vorjahr leicht rückläufigen Bruttoprämien von GBP 146,2 Mio. (bislang GBP 153,8 Mio.). Dabei werden nach unserer Einschätzung Autoversicherungen mit GBP 132,4 Mio. und einem Anteil von 90,6% am gesamten Prämienvolumen die bedeutendste Versicherungssparte der Gesellschaft bleiben. Für 2015/16e erwarten wir einen weiteren Anstieg der Bruttoprämien auf dann GBP 166,3 Mio. (bislang GBP 166,7 Mio.). Weitere Anpassungen unserer Schätzungen lassen sich aus folgender Tabelle ablesen:

TABELLE 2: ANPASSUNG UNSERER PROGNOSEN

	2014/15e (alt)	2014/15e (neu)	2015/16e (alt)	2015/16e (neu)
Gebuchte Bruttoprämien	153,8	146,2	166,7	166,3
Gebuchte Nettoprämien	90,7	80,1	97,6	90,3
Verdiente Beiträge für eigene Rechnung	84,2	77,1	90,2	87,1
Versicherungstechnisches Ergebnis	11,9	11,3	15,0	15,2
Ergebnis aus Kapitalanlagen	2,0	2,8	1,8	3,0
Ergebnis vor Ertragsteuern	1,8	2,0	2,6	3,0
Ergebnis nach Steuern	1,6	1,9	2,3	2,7

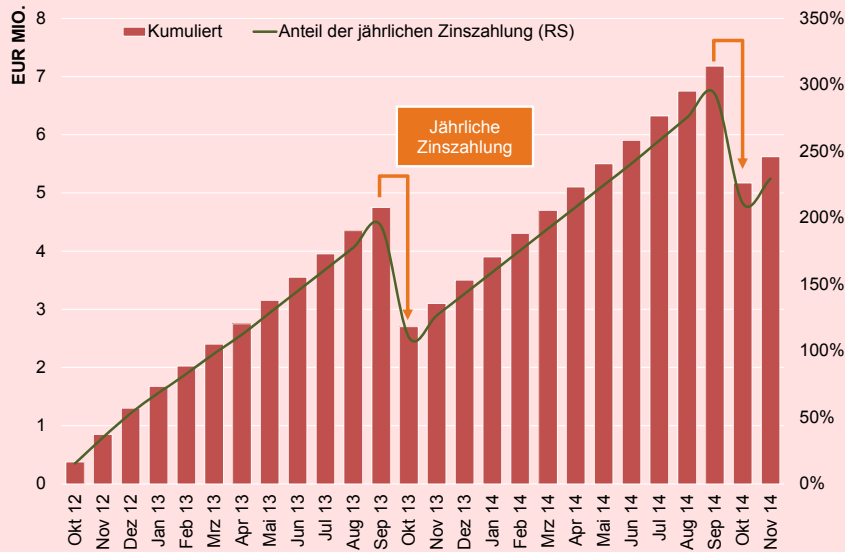
QUELLE: SPHENE CAPITAL PROGNOSEN

Tendenziell steigende Dotierung des Sonderkontos

In den vergangenen beiden Monaten ist die Dotierung des Sonderkontos, auf dem die Hälfte des geschätzten monatlichen Nachsteuerergebnisses (gemäß Gibraltar GAAP) so lange überwiesen werden muss, bis der auf dem Konto verfügbare Betrag dem Gesamtnennbetrag der Anleihe zuzüglich den jeweils noch fälligen Zinsen entspricht, weiter angestiegen. So wurden im Oktober und November mit EURk 440 bzw. EURk 450 über 10,0% mehr eingezahlt als im ersten Halbjahr mit durchschnittlich EURk 400. Derzeit ist das Sonderkonto mit knapp EUR 5,6 Mio. dotiert. Dies entspricht 229,4% der im September 2015 fälligen Zinszahlung bzw. 45,9% der insgesamt über die Restlaufzeit der Anleihe noch fälligen Zinszahlungen.

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

ABBILDUNG 1: DOTIERUNG DES SONDERKONTOS



QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL

Risiken aus der Holdingstruktur

Enterprise Holdings ist Muttergesellschaft der drei Tochtergesellschaften Quality Rating Ltd., Enterprise Insurance Company plc und EIG Services Ltd., die jeweils zu 100% gehalten werden. Damit ist die Emittentin als Holding 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.

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, zumeist 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.

Geschäftsmodell

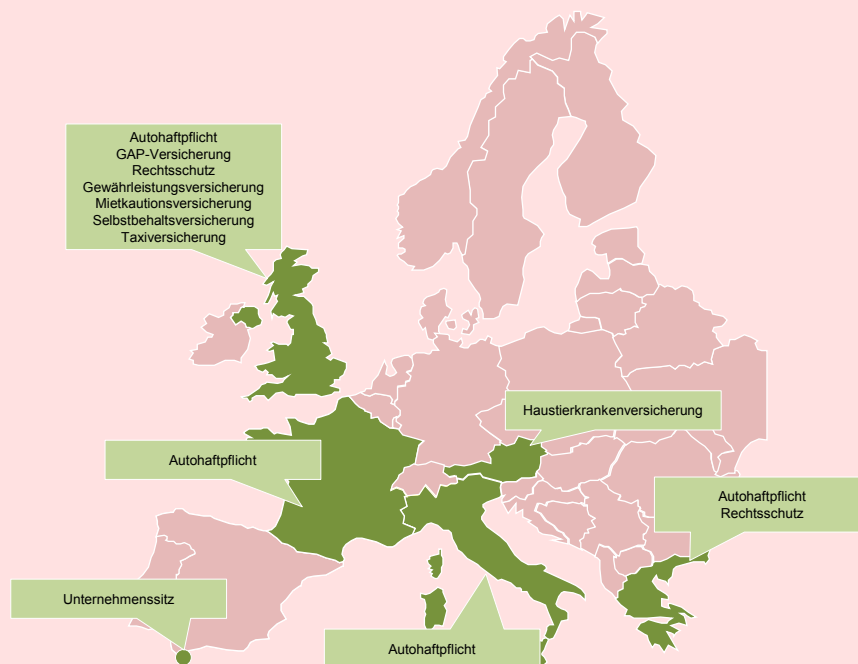
E. über ein hoch skalierbares Geschäftsmodell mit niedrigen Fixkosten.

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 2: GEOGRAPHISCHE PRÄSENZ



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

QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL

Diese Seite wurde absichtlich frei gelassen.

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

Gibraltar GAAP (31.03.)		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

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

Gibraltar GAAP (31.03.)		2012/13	2013/14	2014/15e	2015/16e	2016/17e
Gebuchte Bruttoprämien	GBP Mio.	134,8	152,7	146,2	166,3	185,1
YoY	%	n/a	13,3%	-4,3%	13,7%	11,3%
Abgegebene Rückversicherungsbeiträge	GBP Mio.	-57,5	-65,8	-66,1	-76,0	-85,4
Rückversicherungsquote	%	42,7%	43,1%	45,2%	45,7%	46,1%
Gebuchte Nettoprämien	GBP Mio.	77,3	87,0	80,1	90,3	99,7
Δ Rückstellungen Prämienüberträge	GBP Mio.	-18,8	-9,2	-7,1	-8,0	-9,0
Anteil Rückversicherung an Δ Prämienüberträge	GBP Mio.	9,5	3,2	4,1	4,8	5,5
Verdiente Beiträge für eigene Rechnung	GBP Mio.	68,0	81,0	77,1	87,1	96,2
YoY	%	n/a	19,2%	-4,9%	13,0%	10,4%
in % der Bruttoprämien	%	50,4%	53,1%	52,7%	52,4%	52,0%
Aufwendungen für Versicherungsfälle	GBP Mio.	-46,5	-52,8	-48,8	-52,6	-56,1
Schadenaufwendungen (netto)	GBP Mio.	-30,3	-38,0	-45,8	-49,5	-53,0
Bruttoschadenaufwendungen	GBP Mio.	-46,6	-65,0	-73,8	-82,1	-90,8
Schadenaufwendungen (Anteil der Rückversicherer)	GBP Mio.	16,3	27,0	28,0	32,6	37,8
Rückstellungen (netto)	GBP Mio.	-16,2	-14,8	-3,0	-3,1	-3,1
Δ Rückstellungen Versicherungs-/Investmentverträge	GBP Mio.	-31,4	-17,8	-3,2	-3,2	-3,1
Anteil Rückversicherung an Rückstellungen	GBP Mio.	15,2	3,0	0,2	0,1	0,0
Sonstiges versicherungstechnisches Ergebnis	GBP Mio.	2,7	2,2	1,5	1,5	1,4
Aufwendungen für den Versicherungsbetrieb	GBP Mio.	-24,9	-21,1	-18,5	-20,9	-23,0
Abschlussaufwendungen	GBP Mio.	-34,4	-35,6	-32,8	-36,8	-40,5
Δ latente Akquisitionsaufwendungen	GBP Mio.	5,0	1,8	-1,5	-1,7	-1,8
Δ latente Akquisitionsaufwendungen (Rückvers.)	GBP Mio.	-0,1	-2,3	-2,3	-2,5	-2,7
Sonstige betriebliche Aufwendungen	GBP Mio.	-0,4	-1,8	-2,3	-2,6	-2,9
Rückversicherungskommissionen	GBP Mio.	5,0	16,8	20,4	22,8	24,9
Combined Ratio	%	100,6%	89,5%	86,3%	83,4%	81,4%
Versicherungstechnisches Ergebnis	GBP Mio.	-0,7	9,3	11,3	15,2	18,5
in % der verdienten Beiträge	%	-1,0%	11,5%	14,7%	17,4%	19,3%
YoY	%	n/a	-1510,5%	21,6%	34,0%	22,2%
Ergebnis aus Kapitalanlagen	GBP Mio.	0,6	1,6	2,8	3,0	3,0
Nicht realisierte Erträge	GBP Mio.	0,0	-0,8	0,8	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	-11,0	-13,2	-15,9
Ergebnis vor Ertragsteuern	GBP Mio.	-12,6	-5,2	2,0	3,0	4,2
in % der verdienten Beiträge	%	-18,5%	-6,4%	2,5%	3,4%	4,3%
YoY	%	n/a	-58,9%	-137,8%	51,3%	40,6%
Ertragsteuern	GBP Mio.	-0,2	-0,6	0,0	-0,3	-0,4
Steuerquote	%	1,2%	11,8%	-2,2%	-10,0%	-10,0%
Ergebnis nach Steuern	GBP Mio.	-12,8	-5,8	1,9	2,7	3,7
in % der verdienten Beiträge	%	-18,8%	-7,1%	2,5%	3,1%	3,9%
YoY	%	n/a	-54,6%	-133,1%	39,1%	40,6%

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
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					

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	54,6	54,7	54,8
Grundstücke	GBP Mio.	2,1	2,7	3,5	3,6	3,7
Finanzinvestitionen	GBP Mio.	22,3	40,1	51,1	51,1	51,1
davon Wertpapiere	GBP Mio.	9,5	20,8	31,8	31,8	31,8
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	0,3	0,3	0,4
Anteil der Rückvers. an technischen Rückstellungen	GBP Mio.	47,7	53,9	58,2	63,0	68,5
Anteil Rückvers. an den Prämienüberträgen	GBP Mio.	22,8	26,0	30,1	34,9	40,4
Anteil Rückvers. an den ausstehenden Ansprüchen	GBP Mio.	24,9	27,9	28,1	28,2	28,1
Forderungen	GBP Mio.	57,8	48,1	46,1	52,4	58,3
Forderungen aus Direktversicherungen	GBP Mio.	41,5	38,2	36,6	41,6	46,3
Forderungen aus Rückversicherungen	GBP Mio.	13,3	5,9	5,7	6,5	7,2
Sonstige Forderungen	GBP Mio.	2,9	4,0	3,8	4,3	4,8
Forderungen aus L&L und Rechnungsabgrenzungsposten	GBP Mio.	14,2	18,0	10,3	10,7	11,1
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	2,6	3,0	3,3
Barreserven und andere liquide Mittel	GBP Mio.	21,1	25,7	36,7	50,4	38,9
Summe Aktiva	GBP Mio.	165,5	188,9	206,5	231,9	232,2
Eigenkapital	GBP Mio.	-4,0	-9,8	-7,9	-5,2	-1,5
Eigenkapitalquote	%	-2,4%	-5,2%	-3,8%	-2,3%	-0,6%
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	-10,5	-8,6	-5,9	-2,2
Minderheitsanteile	GBP Mio.	2,6	2,8	2,8	2,8	2,8
Versicherungstechnische Rückstellungen	GBP Mio.	111,3	138,3	154,3	173,0	193,8
Rückstellungen für Prämienüberträge	GBP Mio.	53,2	62,4	69,4	77,4	86,4
Rückstellungen auf Versicherungsansprüche	GBP Mio.	58,0	75,9	84,9	95,6	107,4
Verbindlichkeiten	GBP Mio.	50,2	51,3	51,2	54,4	29,4
Verbindlichkeiten aus Direktversicherungen	GBP Mio.	3,8	3,3	3,2	3,6	4,0
Verbindlichkeiten aus Rückversicherungen	GBP Mio.	23,2	15,3	14,6	16,6	18,5
Verbindlichkeiten gegenüber Kreditinstituten	GBP Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Sonstige Verbindlichkeiten	GBP Mio.	5,2	5,6	5,4	6,1	6,8
Anleihe	GBP Mio.	18,0	27,1	28,0	28,0	0,0
Rechnungsabgrenzungsposten	GBP Mio.	5,5	6,4	6,1	7,0	7,7
Summe Passiva	GBP Mio.	165,5	188,9	206,5	231,9	232,2

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%
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					

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%	26,4%	23,6%	23,6%
Grundstücke	%	1,2%	1,4%	1,7%	1,6%	1,6%
Finanzinvestitionen	%	13,5%	21,2%	24,7%	22,0%	22,0%
davon Wertpapiere	%	5,7%	11,0%	15,4%	13,7%	13,7%
davon Spareinlagen	%	7,7%	10,2%	9,3%	8,3%	8,3%
Goodwill	%	0,1%	0,0%	0,1%	0,1%	0,1%
Langfristige Vermögenswerte	%	0,1%	0,2%	0,2%	0,1%	0,2%
Anteil der Rückvers. an technischen Rückstellungen	%	28,8%	28,5%	28,2%	27,2%	29,5%
Anteil Rückvers. an den Prämienüberträgen	%	13,8%	13,8%	14,6%	15,0%	17,4%
Anteil Rückvers. an den ausstehenden Ansprüchen	%	15,0%	14,8%	13,6%	12,1%	12,1%
Forderungen	%	34,9%	25,5%	22,3%	22,6%	25,1%
Forderungen aus Direktversicherungen	%	25,1%	20,2%	17,7%	17,9%	19,9%
Forderungen aus Rückversicherungen	%	8,0%	3,1%	2,8%	2,8%	3,1%
Sonstige Forderungen	%	1,8%	2,1%	1,8%	1,9%	2,1%
Forderungen aus L&L und Rechnungsabgrenzungsposten	%	8,6%	9,5%	5,0%	4,6%	4,8%
Aufgelaufene Zinsen	%	0,2%	0,2%	0,1%	0,2%	0,2%
Akquisitionskosten	%	7,9%	7,9%	3,6%	3,2%	3,2%
Sonstige Vorauszahlungen	%	0,5%	1,5%	1,3%	1,3%	1,4%
Barreserven und andere liquide Mittel	%	12,8%	13,6%	17,8%	21,8%	16,7%
Summe Aktiva	%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%
Eigenkapital	%	-2,4%	-5,2%	-3,8%	-2,3%	-0,6%
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%	-2,6%	-0,9%
Minderheitsanteile	%	1,6%	1,5%	1,3%	1,2%	1,2%
Versicherungstechnische Rückstellungen	%	67,2%	73,2%	74,7%	74,6%	83,5%
Rückstellungen für Prämienüberträge	%	32,2%	33,0%	33,6%	33,4%	37,2%
Rückstellungen auf Versicherungsansprüche	%	35,1%	40,2%	41,1%	41,2%	46,3%
Verbindlichkeiten	%	30,3%	27,2%	24,8%	23,4%	12,6%
Verbindlichkeiten aus Direktversicherungen	%	2,3%	1,8%	1,5%	1,6%	1,7%
Verbindlichkeiten aus Rückversicherungen	%	14,0%	8,1%	7,1%	7,2%	8,0%
Verbindlichkeiten gegenüber Kreditinstituten	%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Sonstige Verbindlichkeiten	%	3,1%	3,0%	2,6%	2,6%	2,9%
Anleihe	%	10,9%	14,3%	13,6%	12,1%	0,0%
Rechnungsabgrenzungsposten	%	3,3%	3,4%	3,0%	3,0%	3,3%
Summe Passiva	%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%
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
Operativer Cashflow	GBP Mio.	2,0	7,8	9,9	7,7
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	0,0	-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
Investiver Cashflow	GBP Mio.	0,0	-5,6	-9,0	-2,3
Free Cashflow	GBP Mio.	2,0	2,2	1,1	5,4
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
Finanz-Cashflow	GBP Mio.	0,0	-0,9	0,0	0,0
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
Liquide Mittel am Ende der Periode	GBP Mio.	1,9	3,1	4,2	9,6
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	2,0	3,0	4,2
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	9,7	-6,7	-6,3
Δ Versicherungstechnische Rückstellungen	GBP Mio.	25,5	20,8	11,8	13,9	15,3
Δ Verbindlichkeiten Lieferung und Leistung	GBP Mio.	14,7	-6,7	-1,3	4,0	3,8
Δ Minderheitsanteile	GBP Mio.	0,2	0,1	0,0	0,0	0,0
Zinsertrag	GBP Mio.	-0,6	-1,6	-2,8	-3,0	-3,0
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
Operativer Cashflow	GBP Mio.	1,3	15,6	21,5	13,5	15,9
Zinsertrag	GBP Mio.	0,6	1,6	2,8	3,0	3,0
Zinsaufwand	GBP Mio.	0,0	-1,1	-2,0	-2,0	-1,5
Ergebnis aus Kapitalanlagen	GBP Mio.	0,5	0,5	0,9	1,0	1,5
Gezahlte Steuern	GBP Mio.	-0,3	-0,4	0,0	-0,3	-0,4
Investitionen in Sachanlagen	GBP Mio.	-1,1	-0,8	-0,9	-0,3	-0,3
Investitionen in Finanzanlagen	GBP Mio.	-7,2	-17,9	-11,0	0,0	0,0
Sonstige Investitionen	GBP Mio.	0,4	-0,1	-0,4	-0,3	-0,3
Bereinigungen	GBP Mio.	-0,1	0,0	0,0	0,0	0,0
Investiver Cashflow	GBP Mio.	-7,9	-18,8	-12,3	-0,5	-0,6
Free Cashflow	GBP Mio.	-6,3	-3,0	10,1	13,7	16,4
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
Finanz-Cashflow	GBP Mio.	17,8	8,5	0,9	0,0	-28,0
Zahlungsmittelzufluss (netto)	GBP Mio.	11,5	5,5	11,1	13,7	-11,6
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	36,7	50,4
Liquide Mittel am Ende der Periode	GBP Mio.	21,1	25,7	36,7	50,4	38,9
QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL PROGNOSEN						

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

Gibraltar GAAP (31.03.)		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					

Segmente 2012/13-2016/17e

Gibraltar GAAP (31.03.)		2012/13	2013/14	2014/15e	2015/16e	2016/17e
Gebuchte Bruttoprämien	GBP Mio.	134,8	152,7	146,2	166,3	185,1
Automobil	GBP Mio.	106,4	139,7	132,4	150,8	171,9
Feuer und Grundstück	GBP Mio.	0,2	0,4	0,5	0,5	0,6
Rechtsschutz	GBP Mio.	14,0	-0,2	-0,4	0,5	-2,5
Hausrat	GBP Mio.	7,2	4,4	4,6	4,8	4,9
Sonstige	GBP Mio.	7,0	8,4	9,1	9,7	10,2
YoY	%	79,3%	13,3%	-4,3%	13,7%	11,3%
Automobil	%	94,9%	31,3%	-5,2%	13,9%	14,0%
Feuer und Grundstück	%	n/a	85,9%	9,6%	10,5%	11,3%
Rechtsschutz	%	-3,6%	-101,8%	51,8%	-223,6%	-637,3%
Hausrat	%	301,2%	-38,9%	5,0%	4,0%	2,9%
Sonstige	%	62,1%	20,4%	7,6%	6,6%	5,6%
in %	%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%
Automobil	%	78,9%	91,5%	90,6%	90,7%	92,8%
Feuer und Grundstück	%	0,2%	0,3%	0,3%	0,3%	0,3%
Rechtsschutz	%	10,4%	-0,2%	-0,3%	0,3%	-1,3%
Hausrat	%	5,3%	2,9%	3,2%	2,9%	2,7%
Sonstige	%	5,2%	5,5%	6,2%	5,8%	5,5%
Rückversicherungsbilanz	GBP Mio.	-15,3	-18,1	-2,1	9,8	10,7
Automobil	GBP Mio.	-10,7	-17,2	-0,7	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	-0,1	0,2	0,2
Hausrat	GBP Mio.	-0,2	-0,4	-0,4	-0,4	-0,4
Sonstige	GBP Mio.	-0,8	-0,7	-1,0	-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)
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					

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

Gibraltar GAAP (31.03.)		2012/13	2013/14	2014/15e	2015/16e	2016/17e
Key Data						
Gebuchte Bruttoprämien	GBP Mio.	134,8	152,7	146,2	166,3	185,1
Gebuchte Nettoprämien	GBP Mio.	77,3	87,0	80,1	90,3	99,7
Verdiente Beiträge für eigene Rechnung	GBP Mio.	68,0	81,0	77,1	87,1	96,2
Versicherungstechnisches Ergebnis	GBP Mio.	-0,7	9,3	11,3	15,2	18,5
Ergebnis aus Kapitalanlagen	GBP Mio.	0,6	1,6	2,8	3,0	3,0
Ergebnis vor Ertragsteuern	GBP Mio.	-12,6	-5,2	2,0	3,0	4,2
Ergebnis nach Steuern	GBP Mio.	-12,8	-5,8	1,9	2,7	3,7
Anzahl Mitarbeiter		32	48	52	62	72
Profitabilitätskennzahlen						
Gebuchte Bruttoprämien	%	57,3%	56,9%	54,8%	54,3%	53,9%
Abgegebene Rückversicherungsbeiträge	%	42,7%	43,1%	45,2%	45,7%	46,1%
Aufwendungen für Versicherungsfälle	%	-68,4%	-65,2%	-63,3%	-60,3%	-58,3%
davon Schadenaufwendungen (netto)	%	-44,5%	-46,9%	-59,4%	-56,8%	-55,1%
davon Δ Rückstellungen	%	-23,8%	-18,3%	-3,9%	-3,6%	-3,2%
Aufwendungen für den Versicherungsbetrieb	%	-32,2%	-24,3%	-23,1%	-23,1%	-23,1%
Combined Ratio	%	100,6%	89,5%	86,3%	83,4%	81,4%
Operating Ratio	%	99,8%	87,5%	82,7%	80,0%	78,3%
Schadenquote	%	68,4%	65,2%	63,3%	60,3%	58,3%
Versicherungstechnische Rückst. / Verdiente Prämien	%	93,5%	104,1%	124,7%	126,3%	130,3%
Versicherungstechnisches Ergebnis	%	-1,0%	11,5%	14,7%	17,4%	19,3%
Ergebnis vor Ertragsteuern	%	-18,5%	-6,4%	2,5%	3,4%	4,3%
Ergebnis nach Steuern	%	-18,8%	-7,1%	2,5%	3,1%	3,9%
ROE	%	926,3%	82,2%	-34,0%	-108,0%	292,9%
ROA	%	-7,7%	-3,1%	0,9%	1,1%	1,6%
Wachstumsraten						
Gebuchte Bruttoprämien	%	n/a	13,3%	-4,3%	13,7%	11,3%
Gebuchte Nettoprämien	%	n/a	12,5%	-7,9%	12,8%	10,4%
Verdiente Beiträge für eigene Rechnung	%	n/a	19,2%	-4,9%	13,0%	10,4%
Versicherungstechnisches Ergebnis	%	n/a	-1510,5%	21,6%	34,0%	22,2%
Ergebnis aus Kapitalanlagen	%	n/a	178,4%	80,5%	5,3%	0,0%
Ergebnis vor Ertragsteuern	%	n/a	-58,9%	-137,8%	51,3%	40,6%
Ergebnis nach Steuern	%	n/a	-54,6%	-133,1%	39,1%	40,6%
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)
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					

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

Gibraltar GAAP (31.03.)		2012/13	2013/14	2014/15e	2015/16e	2016/17e
Bilanzkennzahlen						
Langfristiges Vermögen	GBP Mio.	24,3	42,9	54,6	54,7	54,8
Langfristiges Vermögen (Durchschnitt)	GBP Mio.	24,3	42,9	54,6	54,7	54,8
davon Finanzinvestitionen	GBP Mio.	22,3	40,1	51,1	51,1	51,1
davon Finanzinvestitionen (Durchschnitt)	GBP Mio.	22,3	40,1	51,1	51,1	51,1
Versicherungstechnische Rückstellungen	GBP Mio.	111,3	138,3	154,3	173,0	193,8
Versicherungstechnische Rückstellungen (netto)	GBP Mio.	63,6	84,4	96,1	110,0	125,3
Eigenkapital	GBP Mio.	-1,4	-7,0	-5,1	-2,5	1,3
Eigenkapital (Durchschnitt)	GBP Mio.	-1,4	-7,0	-5,6	-2,5	1,3
EK-Quote	%	-2,4%	-5,2%	-3,8%	-2,3%	-0,6%
Nettoverschuldung	GBP Mio.	-3,1	1,4	-8,7	-22,4	-38,9
Financial Leverage (Finanzverb./Eigenkapital)	%	-448,4%	-284,6%	-344,9%	-536,1%	0,0%
Kennzahlen aus dem Versicherungswesen						
Verdiente Beiträge/EK	x	-56,2	-12,3	-14,2	-36,6	78,0
Versicherungstechnische Rückstellungen (netto)/EK	x	-46,2	-12,0	-17,1	-44,6	98,0
Versicherungstechnische Rückstellungen vs. Bruttoprämien	%	82,5%	90,5%	105,5%	104,1%	104,7%
Versicherungstechnische Rückstellungen vs. Nettoprämien	%	82,2%	97,0%	120,0%	121,8%	125,7%
Technischer Deckungsgrad	%	143,9%	159,0%	192,7%	191,6%	194,4%
Leverage (netto)	x	-142,7	-32,5	-45,5	-106,1	207,1
Leverage (brutto)	x	-177,4	-40,2	-56,9	-131,6	260,7
Finanzinvestitionen/Verdiente Beiträge	%	32,7%	49,5%	66,3%	58,6%	53,1%
Ergebnis aus Kapitalanlagen/Finanzinvestitionen	%	2,5%	6,0%	4,0%	5,9%	5,9%
Liquiditätsquote	%	33,2%	30,4%	38,2%	45,9%	31,0%
Leverage Ratio	x	-5,6	-4,1	-6,5	-9,8	-34,6
Δ Nettoschadenrückstellungen/EK	%	1177,2%	210,7%	53,0%	126,2%	-243,1%
Δ Nettoschadenrückstellungen/Jahresüberschuss	%	127,1%	256,3%	-156,0%	-116,8%	-83,0%
Δ Schadenrückstellungen/Verdiente Beiträge	%	-23,8%	-18,3%	-3,9%	-3,6%	-3,2%
Schadenreservierung	%	-238,7%	-212,7%	-209,0%	-210,8%	-213,4%
Anteil RV an ausstehenden Ansprüchen/EK	%	-968,0%	-84,4%	-110,9%	-262,3%	563,2%
Zinsdeckungsgrad (EBIT/Zinsaufwand)	x	-450,0	-2,8	2,0	2,5	3,8
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)
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

DVFA-Kennzahlen 2012/13-2016/17e

Gibraltar GAAP (31.03.)		2012/13	2013/14	2014/15e	2015/16e	2016/17e
Kennzahlen zur Kapitaldienstdeckung						
EBITDA Interest Coverage	x	-443,5	-2,6	2,2	2,7	4,1
EBIT Interest Coverage	x	-450,0	-2,8	2,0	2,5	3,8
Kennzahlen zur Verschuldung						
Total Debt/EBITDA	x	-1,4	-10,1	6,6	5,3	0,0
Total Net Debt/EBITDA	x	0,3	-0,5	-2,1	-4,2	-6,4
Kennzahlen zur Kapitalstruktur						
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
Erweiterte Kennzahlen						
EBITDA	GBP Mio.	-12,4	-2,7	4,2	5,3	6,1
EBIT	GBP Mio.	-12,6	-3,0	3,9	4,9	5,6
Bruttoprämien	GBP Mio.	134,8	152,7	146,2	166,3	185,1
Gesamte Zinszahlungen	GBP Mio.	0,0	1,1	2,0	2,0	1,5
Funds from operations	GBP Mio.	-12,6	-5,5	2,2	3,0	4,2
Operativer Cashflow	GBP Mio.	0,9	14,5	22,4	14,2	17,0
Bilanzsumme	GBP Mio.	165,5	188,9	206,5	231,9	232,2
Nettoverschuldung	GBP Mio.	-3,1	1,4	6,0	-8,7	-8,7
Free Cashflow an die Bondholder	GBP Mio.	-15,0	-23,1	-2,1	13,2	15,8
Free Cashflow	GBP Mio.	-7,1	-4,3	10,1	13,7	16,4
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	-8,6	-5,9	-2,2
Finanzverbindlichkeiten/EBITDA	x	-1,4	-10,1	6,6	5,3	0,0
Funds from operations/Gesamtverschuldung	x	-0,7	-0,2	0,1	0,1	0,2
Funds from operations/Nettoverschuldung	x	4,0	-3,9	0,4	-0,3	-0,5
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	21,5
Operating Cashflow t-1	GBP Mio.	7,7	1,3	15,6	21,5	13,5
Operating Cashflow t	GBP Mio.	1,3	15,6	21,5	13,5	15,9

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 29.08.2014)
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)
25. November 2014	-	-	1; 8
24. Oktober 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.