

# DFV Deutsche Familienversicherung AG

WKN: A2NBVD | ISIN: DE000A2NBVD5 | Bloomberg: DFV GY

## Ausblick 2021: Rückbesinnung auf inhärentes Wachstum

**Guidance 2021 - Bruttoprämien +25% / EBIT von EUR -4 Mio. erwartet:** Der Jahresauftakt war für die DFV kein guter. An nur einem Handelstag wurden 133 Mio. Euro (-40%) der Marktkapitalisierung ausradiert. Seitdem hat sich die Aktie wieder gefangen und konnte mit einem Anstieg von 13,81 Euro auf 16,20 Euro per gestern (+17%) wieder Boden gut machen. Unseres Erachtens haben die Marktteilnehmer auf den CareFlex-Exit überreagiert und den nach wie vor gültigen Wachstumspfad des Unternehmens aus dem Blick verloren. Denn trotz der Pandemie konnte die DFV auch in 2020 operativ deutlich zulegen und erwartet weiteres Wachstum für 2021. So sollen die gebuchten Bruttoprämien (GBP) um ca. +25% ggü. Vj. zulegen und das EBIT sich auf ca. -4 Mio. Euro verbessern.

**Vorläufige Zahlen wie erwartet / starker Anstieg der GBP pro Vertrag:** In 2020 wurden zwar weniger Neukunden gewonnen als geplant (+90.389; Ziel: +100.000), doch lagen die GBP mit einem Anstieg um +26,2 % auf 114,6 Mio. Euro (FMRe: 113,9 Mio. Euro) im Rahmen der Erwartungen. Einen überproportionalen Beitrag hierzu geleistet hat das Segment der Sachversicherungen (insbesondere Tierkrankenversicherung). In diesem Zusammenhang ist auch der deutliche Anstieg der GBP pro Versicherungsvertrag positiv hervorzuheben, der von 177 Euro auf 207 Euro pro Vertrag (+16,9%) angestiegen ist. Das EBIT lag mit -9,95 Mio. Euro leicht unter unserer Schätzung (FMRe: -9,44 Mio. Euro).

**Wachstumsziele 2021e:** Auch für 2021 rechnet die DFV damit, +100.000 neue Verträge durch den Verkauf von bestehenden und neuen Kombiversicherungsprodukten zu gewinnen. Neben der weiteren Digitalisierung des bereits stark digitalisierten Geschäftsmodells beabsichtigt das Unternehmen zudem, ab Q2/21 in Österreich durchzustarten. In der gestrigen Telefonkonferenz hielt sich das Management zu der Produktstrategie für den österreichischen Markt bedeckt, wies aber darauf hin, dass in den 2021er-Finanzzielen potenzielle operative Effekte eines erfolgreichen Markteintritts nicht enthalten sind.

**FMR-Schätzungen:** Wir reduzieren unsere 2021e-EBIT-Schätzung auf -4,0 Mio. Euro (alt: -2,4 Mio. Euro). Für 2022e rechnen wir mit einem EBIT von 2,0 Mio. Euro (alt: 1,8 Mio. Euro). Unsere GBP-Prognosen für 2021e (148,9 Mio. Euro) und 2022e (200,6 Mio. Euro) bleiben unverändert.

**Wir haben die Wachstumsraten der verdienten Nettoprämien in unserem DCF-Modell ab dem Jahr 2023 angehoben, da wir überzeugt sind, dass sich die Wachstumsaussichten durch den CareFlex-Exit nicht verschlechtert haben. Unser Kursziel steigt von EUR 16 auf EUR 20 und wir empfehlen, die Aktie zu KAUFEN (zuvor HALTEN).**

GJ Ende: 31.12	CAGR	2017	2018	2019	2020e	2021e	2022e
in Mio. Euro	(19-22e)						
Bruttoprämien	30,2%	70,7	66,5	90,9	114,6	148,9	200,6
Gesamtertrag	18,3%	33,1	34,7	58,4	63,7	72,7	96,6
EBIT		2,1	-4,1	-5,2	-10,0	-4,0	2,0
EBIT-Marge		6,4%	-11,8%	-8,9%	-15,6%	-5,5%	2,0%
Jahresüberschuss		0,9	-5,9	-0,6	-7,5	-3,0	1,5
Umsatzrendite		2,8%	-16,9%	-1,1%	-11,7%	-4,1%	1,5%
EPS		0,17	-0,36	-0,16	-0,51	-0,21	0,10
Dividende je Aktie		0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Preis/Buchwert		-	-	-	2,7	2,8	2,7
Schaden-Kosten-Quote		93,2%	96,4%	107,3%	113,5%	94,3%	88,1%
Eigenkapitalquote		20,6%	38,1%	33,8%	36,1%	29,7%	23,9%

Quelle: DFV, FMR

Veröffentlicht: 22.01.2021

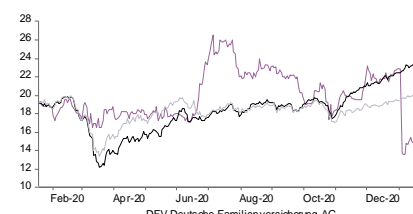
## KAUFEN

Vorher.: HALTEN

**Kursziel: EUR 20,00** (16,00)  
Aktienkurs:\* EUR 16,20 (+23%)

\*letzter XETRA Schlusskurs

Veränderung	2020e	2021e	2022e
Gesamtertrag	4,9	0,0	0,0
EBIT	-0,6	-1,6	0,2
EPS	-0,03	-0,09	0,01



Quelle: Factset

### Basisdaten Aktie

Anzahl Aktien (Millionen)	14,59
Freefloat (in %)	26,09%
Market Cap (in Mio. EUR)	236,3
Handelsvolumen (Ø)	17,884
Hoch (EUR, 52 Wochen)	28,5
Tief (EUR, 52 Wochen)	13,1

### Aktionärsstruktur

SK Beteiligungen (Dr. Knoll)	19,45%
Erbengemeinschaft & Aufsichtsrat	19,12%
Luca Pesarini	21,06%
VPV Versicherungen	14,28%

### Unternehmenskalender

Jahresfinanzbericht 2020	18.03.2021
Q1-Bericht 2021	12.05.2021

### Analyst

Enid Omerovic

Equity Research Analyst

enid.omerovic@fmr-research.de

+49 (0) 69 – 247 4272 73

### Kontakt

FMR Frankfurt Main Research AG  
Kleiner Hirschgraben 10-12  
60311 Frankfurt am Main  
Germany

+49 (0) 69 – 247 4272 70  
www.fmr-research.de

## Appendix

### Peer Group-Bewertung

Peer Group: Versicherungsvermittlung (Mio. EUR)	Market Cap	EV	Kurs/Buchwert		EV/EBITDA		EV/EBIT		EV / Gesamtertrag	
			2020e	2021e	2020e	2021e	2020e	2021e	2020e	2021e
Arthur J Gallagher Co	18849,9	20084,7	4,3x	3,6x	18,2x	14,3x	39,8x	25,9x	3,5x	3,5x
Brown & Brown	11095,4	11781,2	4,0x	3,6x	19,9x	17,8x	25,7x	22,4x	6,0x	5,5x
Goosehead Insurance	4253,3	2069,1	-	-	143,4x	89,8x	160,7x	110,5x	32,4x	22,0x
Willis Towers Watson	22127,3	26496,0	2,6x	2,4x	13,9x	12,9x	17,5x	16,8x	3,5x	3,4x
<b>Mittelwert</b>	<b>14.081</b>	<b>15.108</b>	<b>3,6x</b>	<b>3,2x</b>	<b>78,6x</b>	<b>51,3x</b>	<b>89,1x</b>	<b>63,7x</b>	<b>18,0x</b>	<b>12,7x</b>
<b>Median</b>	<b>14.973</b>	<b>15.933</b>	<b>4,0x</b>	<b>3,6x</b>	<b>78,6x</b>	<b>51,3x</b>	<b>89,1x</b>	<b>63,7x</b>	<b>18,0x</b>	<b>12,7x</b>

Peer Group: Versicherungssoftware & Beratung (Mio. EUR)	Market Cap	EV	Kurs/Buchwert		EV/EBITDA		EV/EBIT		EV / Gesamtertrag	
			2020e	2021e	2020e	2021e	2020e	2021e	2020e	2021e
Guidewire Software	8609,4	8026,1	6,6x	6,3x	73,6x	81,1x	80,1x	93,4x	13,6x	13,2x
Ebix	1147,5	1704,3	-	-	11,9x	13,0x	13,1x	14,7x	3,5x	3,6x
Sapiens International	1462,9	1498,5	-	-	32,7x	25,2x	34,8x	27,0x	5,6x	4,8x
Symbility Solutions	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Aon	39412,6	45864,6	14,2x	12,9x	17,4x	16,8x	18,3x	17,7x	5,0x	5,1x
Marsh & McLennan	46680,5	57560,2	-	-	16,1x	15,6x	20,7x	19,2x	4,2x	4,1x
<b>Mittelwert</b>	<b>19.463</b>	<b>22.931</b>	<b>10,4x</b>	<b>9,6x</b>	<b>22,1x</b>	<b>19,2x</b>	<b>24,6x</b>	<b>21,3x</b>	<b>4,9x</b>	<b>4,6x</b>
<b>Median</b>	<b>8.609</b>	<b>8.026</b>	<b>10,4x</b>	<b>9,6x</b>	<b>17,4x</b>	<b>16,8x</b>	<b>20,7x</b>	<b>19,2x</b>	<b>5,0x</b>	<b>4,8x</b>

Peer Group: Online-Vertrieb (Mio. EUR)	Market Cap	EV	Kurs/Buchwert		EV/EBITDA		EV/EBIT		EV / Gesamtertrag	
			2020e	2021e	2020e	2021e	2020e	2021e	2020e	2021e
Moneysupermarket com Grp	1627,3	1617,1	7,2x	7,1x	10,1x	13,5x	11,8x	16,3x	3,7x	4,1x
GoCo Group	618,5	700,9	-	-	19,3x	17,6x	23,5x	23,5x	4,1x	3,8x
QuinStreet	944,2	872,1	-	-	26,4x	29,3x	99,1x	171,3x	2,3x	2,2x
eHealth	1735,4	1608,3	-	-	14,7x	13,2x	15,0x	16,8x	3,9x	3,0x
iSelect	37,6	33,8	-	-	2,3x	-	3,5x	-	0,3x	0,4x
<b>Mittelwert</b>	<b>993</b>	<b>966</b>	<b>7,2x</b>	<b>7,1x</b>	<b>14,5x</b>	<b>21,3x</b>	<b>39,2x</b>	<b>94,0x</b>	<b>2,2x</b>	<b>1,9x</b>
<b>Median</b>	<b>944</b>	<b>872</b>	<b>7,2x</b>	<b>7,1x</b>	<b>14,7x</b>	<b>21,3x</b>	<b>15,0x</b>	<b>94,0x</b>	<b>2,3x</b>	<b>2,2x</b>

Peer Group: Online-Banking und Finanzdienstleistungen (Mio. EUR)	Market Cap	EV	Kurs/Buchwert		EV/EBITDA		EV/EBIT		EV / Gesamtertrag	
			2020e	2021e	2020e	2021e	2020e	2021e	2020e	2021e
1st Source	871,1	1110,5	1,3x	1,1x	-	-	9,9x	9,6x	4,5x	4,1x
Hypoport	3870,1	3907,9	21,1x	18,0x	75,0x	63,0x	118,4x	110,6x	11,6x	9,8x
Sparebank 1 Ringerike	370,6	911,2	1,0x	1,0x	-	-	18,7x	21,0x	11,0x	11,8x
Kakaku com	4735,5	4568,0	13,8x	12,3x	18,9x	24,7x	21,1x	28,7x	9,4x	11,0x
<b>Mittelwert</b>	<b>2.462</b>	<b>2.624</b>	<b>9,3x</b>	<b>8,1x</b>	<b>18,9x</b>	<b>24,7x</b>	<b>19,9x</b>	<b>24,8x</b>	<b>10,2x</b>	<b>11,4x</b>
<b>Median</b>	<b>2.371</b>	<b>2.509</b>	<b>7,5x</b>	<b>6,7x</b>	<b>18,9x</b>	<b>24,7x</b>	<b>19,9x</b>	<b>24,8x</b>	<b>10,2x</b>	<b>11,4x</b>
<b>Mittelwert gesamt</b>			<b>7,6x</b>	<b>6,8x</b>	<b>32,1x</b>	<b>29,9x</b>	<b>40,6x</b>	<b>43,8x</b>	<b>7,1x</b>	<b>6,4x</b>

	Mo. EUR; EPS in EUR	Buchwert		EBITDA		EBIT		Gesamtertrag	
		2020e	2021e	2020e	2021e	2020e	2021e	2020e	2021e
DFV: Schätzungen von FMR		88,48	85,45	-8,95	-2,94	-9,95	-4,03	61,88	72,20
Multiples: Kurs/Buchwert		7,6x	6,8x	32,1x	29,9x	40,6x	43,8x	7,1x	6,4x
<b>EV (berechnet)</b>						<b>-87,73</b>	<b>-176,52</b>	<b>440,73</b>	<b>462,59</b>
Net Cash - Minderheiten	26,6								
<b>Market Cap (berechnet)</b>		<b>673,05</b>	<b>583,06</b>		<b>-61,15</b>		<b>-149,94</b>	<b>467,32</b>	<b>489,17</b>
<b>Market Cap auf Basis von Kurs/Buchwert 2021e</b>		<b>478,24</b>							
Prämie (-Discount) vs. Peer			0%						
<b>Market Cap (berechnet)</b>		<b>478,24</b>							
Anzahl Aktien (Mio.)			14,6						
<b>Fairer Wert je Aktie (EUR)</b>			<b>32,78</b>						

Quelle: FMR

## Discounted Cash Flow Modell

Mio. EUR	PHASE 1			PHASE 2						PHASE 3	
	2020e	2021e	2022e	2023e	2024e	2025e	2026e	2027e	2028e	2029e	∞
Verdiente Nettobeiträge	61,88	72,20	94,26	116,99	142,73	171,27	202,10	234,44	267,26	299,33	
Veränd. In %	13,8%	16,7%	30,6%	24,1%	22,0%	20,0%	18,0%	16,0%	14,0%	12,0%	
Operatives Ergebnis (EBIT)	-9,95	-4,03	1,97	5,90	9,99	13,70	18,19	23,44	29,40	34,42	
in % der verdienten Nettobeiträge	-16,1%	-5,6%	2,1%	5,0%	7,0%	8,0%	9,0%	10,0%	11,0%	11,5%	
Einkommensteuern auf EBIT	2,49	1,01	-0,49	-1,47	-2,50	-3,43	-4,55	-5,86	-7,35	-8,61	
Abschreibungen	1,01	1,09	1,17	1,26	1,35	1,45	1,55	1,65	1,76	1,76	
Veränderung des Nettoumlaufvermögens	-1,07	-2,06	-1,54	-1,57	-1,38	-1,25	-1,12	-1,01	-0,91	-0,82	
Investitionen in das Anlagevermögen	-1,50	-1,59	-1,67	-1,76	-1,85	-1,95	-2,05	-2,05	-2,06	-1,96	
<b>Free Cash Flow</b>	<b>-9,0</b>	<b>-5,6</b>	<b>-0,6</b>	<b>2,4</b>	<b>5,6</b>	<b>8,5</b>	<b>12,0</b>	<b>16,2</b>	<b>20,8</b>	<b>24,8</b>	
<b>Barwerte</b>	<b>-9,0</b>	<b>-5,1</b>	<b>-0,5</b>	<b>1,8</b>	<b>4,0</b>	<b>5,7</b>	<b>7,4</b>	<b>9,1</b>	<b>10,8</b>	<b>11,9</b>	<b>212,6</b>
Barwert Phase 1	-14,7	-7%									
Barwert Phase 2	50,8	20%									
Barwert Phase 3	212,6	85%									
<b>Barwert total</b>	<b>248,7</b>	100%									
+ Nettofinanzmittel	26,6										
Minderheitsanteile	0,0										
<b>Fairer Wert des Eigenkapitals</b>	<b>275,2</b>										
Anzahl Aktien (Mio.)	14,6										
<b>Fairer Wert je Aktie (EUR)</b>	<b>18,87</b>										

Risikofreie Rendite	2,0%	Ziel-Eigenkapitalquote	80,0%
Risikoprämie EK	6,0%	Steuerquote	25,0%
Risikoprämie FK	2,0%	Beta (fundamental)	1,30
CAGR Nettobeiträge	17,0%	<b>WACC</b>	<b>8,50%</b>
Ø EBIT Marge Phase 2	8,8%	<b>Wachstum Phase 3</b>	<b>2,0%</b>

Sensitivitätsanalyse					
Wachstum in Phase 3					
	1,5%	2,0%	2,5%	3,0%	3,5%
7,5%	18,91	20,28	21,93	23,94	26,44
8,0%	17,10	18,22	19,54	21,12	23,05
<b>WACC 8,5%</b>	15,56	16,48	<b>18,87</b>	18,82	20,34
9,0%	14,23	15,00	15,88	16,92	18,14
9,5%	13,07	13,72	14,46	15,31	16,30

Quelle: FMR

## Zusammenfassung Bewertung

Bewertungsmethode	Fairer Wert je Aktie (EUR)	Gewichte	Mcap (in Mio. EUR)
DCF	18,87	90%	275,25
<b>Kursziel</b>	<b>20,26</b>		<b>295,55</b>
Peer-Group	32,78	10%	478,24

Quelle: FMR

## GuV

IFRS Mio.EUR	2017	2018	2019	2020e	2021e	2022e
<b>Bruttoprämien</b>	<b>70,7</b>	<b>66,5</b>	<b>90,9</b>	<b>114,6</b>	<b>148,9</b>	<b>200,6</b>
Veränderung zum Vorjahr in %	10,3%	-5,8%	36,7%	26,0%	29,9%	34,7%
Anteil der Rückversicherer in % der Bruttoprämien	39,7 56,1%	30,8 46,3%	36,1 39,7%	52,7 46,0%	76,7 51,5%	106,3 53,0%
<b>Nettoprämien</b>	<b>31,0</b>	<b>35,7</b>	<b>54,8</b>	<b>61,9</b>	<b>72,2</b>	<b>94,3</b>
in % der Bruttoprämien	43,9%	53,7%	60,3%	54,0%	48,5%	47,0%
Nettoveränderung der Beitragsüberträge in % der Nettoprämien	-0,6 -1,8%	-0,4 -1,0%	0,4 0,8%	0,0 0,0%	0,0 0,0%	0,0 0,0%
<b>Verdiente Nettobeiträge</b>	<b>31,6</b>	<b>36,1</b>	<b>54,4</b>	<b>61,9</b>	<b>72,2</b>	<b>94,3</b>
in % der Bruttoprämien	44,7%	54,2%	59,8%	54,0%	48,5%	47,0%
Beteiligungsergebnis in % der verdienten Nettobeiträge	1,1 3,4%	-2,3 -6,5%	3,4 6,3%	1,4 2,2%	0,0 0,0%	1,9 2,0%
Sonstige Erträge in % der verdienten Nettobeiträge	0,5 1,5%	1,0 2,9%	0,6 1,2%	0,5 0,8%	0,5 0,7%	0,5 0,5%
<b>Gesamtertrag</b>	<b>33,1</b>	<b>34,7</b>	<b>58,4</b>	<b>63,7</b>	<b>72,7</b>	<b>96,6</b>
in % der Bruttoprämien	46,8%	52,2%	64,2%	55,6%	48,8%	48,2%
Nettoveränderung der an Kunden gezahlten Leistungen in % der Bruttoprämien	18,0 25,5%	20,2 30,4%	33,0 36,2%	35,7 31,2%	33,0 22,2%	50,0 24,9%
Nettoveränderung der Aufwendungen für den Versicherungsbetrieb in % der Bruttoprämien	11,4 16,2%	14,5 21,9%	25,4 27,9%	34,5 30,1%	35,0 23,5%	33,0 16,5%
Sonstige Aufwendungen in % der Bruttoprämien	1,6 2,2%	4,1 6,2%	5,3 5,8%	3,5 3,0%	8,6 5,8%	11,6 5,8%
<b>Summe Aufwendungen</b>	<b>31,0</b>	<b>38,8</b>	<b>63,6</b>	<b>73,7</b>	<b>76,7</b>	<b>94,6</b>
in % der Bruttoprämien	43,8%	58,4%	70,0%	64,3%	51,5%	47,2%
<b>Operatives Ergebnis (EBIT)</b>	<b>2,1</b>	<b>-4,1</b>	<b>-5,2</b>	<b>-10,0</b>	<b>-4,0</b>	<b>2,0</b>
in % der Bruttoprämien	3,0%	-6,2%	-5,7%	-8,7%	-2,7%	1,0%
<b>EBT (Gewinn vor EE-Steuern)</b>	<b>2,1</b>	<b>-4,1</b>	<b>-5,2</b>	<b>-10,0</b>	<b>-4,0</b>	<b>2,0</b>
in % der Bruttoprämien	3,0%	-6,2%	-5,7%	-8,7%	-2,7%	1,0%
Finanzierungsaufwendungen Leasing	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
EE-Steuern in % EBT	0,6 30,1%	-0,8 18,7%	-3,1 60,0%	-2,5 25,0%	-1,0 25,1%	0,5 24,8%
<b>Jahresüberschuss</b>	<b>1,5</b>	<b>-3,3</b>	<b>-2,1</b>	<b>-7,5</b>	<b>-3,0</b>	<b>1,5</b>
Sonstige Ergebnisse (direkt im Eigenkapital erfasst)	-0,5	-0,1	1,5	0,0	0,0	0,0
Aufwendungen für die Beschaffung von Eigenkapital	0,0	-2,5	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Gesamtergebnis</b>	<b>0,9</b>	<b>-5,9</b>	<b>-0,6</b>	<b>-7,5</b>	<b>-3,0</b>	<b>1,5</b>
Minderheitsanteile	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Nettoergebnis</b>	<b>0,9</b>	<b>-5,9</b>	<b>-0,6</b>	<b>-7,5</b>	<b>-3,0</b>	<b>1,5</b>
in % der Bruttoprämien	1,3%	-8,8%	-0,7%	-6,5%	-2,0%	0,7%
<b>Bereinigter Jahresüberschuss nach Anteilen Dritter</b>	<b>0,9</b>	<b>-5,9</b>	<b>-0,6</b>	<b>-7,5</b>	<b>-3,0</b>	<b>1,5</b>
in % der Bruttoprämien	1,3%	-8,8%	-0,7%	-6,5%	-2,0%	0,7%
Ausstehende Aktien (in Mio.)	9,0	9,2	13,2	14,6	14,6	14,6
<b>Ergebnis je Aktie in Euro, unverwässert</b>	<b>0,17</b>	<b>-0,36</b>	<b>-0,16</b>	<b>-0,51</b>	<b>-0,21</b>	<b>0,10</b>

Quelle: DFV Deutsche Familienversicherung AG, FMR

**Bilanz**

IFRS Mio.EUR	2017	2018	2019	2020e	2021e	2022e
<b>Aktiva</b>						
<b>Immaterielle Vermögenswerte</b>	<b>9,3</b>	<b>9,2</b>	<b>8,7</b>	<b>9,2</b>	<b>9,7</b>	<b>10,2</b>
in % der Bilanzsumme	9,9%	5,9%	4,5%	3,7%	3,4%	2,8%
Goodwill	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Sonstige immaterielle Vermögenswerte	9,3	9,2	8,7	9,2	9,7	10,2
<b>Nutzungsrechte (IFRS 16)</b>	<b>0,0</b>	<b>0,0</b>	<b>2,1</b>	<b>2,1</b>	<b>2,1</b>	<b>2,1</b>
<b>Kapitalanlagen</b>	<b>46,4</b>	<b>90,1</b>	<b>121,7</b>	<b>139,0</b>	<b>155,6</b>	<b>187,9</b>
in % der Bilanzsumme	49,2%	58,0%	63,9%	56,8%	54,1%	51,6%
Zur Veräußerung verfügbare Finanzinvestitionen	44,1	33,7	121,3	139,0	155,6	187,9
Festverzinslich + Callgelder	2,3	56,4	0,4	0,0	0,0	0,0
<b>Forderungen aus dem selbst abgeschlossenen Versicherungsgeschäft</b>	<b>1,9</b>	<b>4,9</b>	<b>5,3</b>	<b>5,3</b>	<b>5,3</b>	<b>5,3</b>
in % der Bilanzsumme	2,0%	3,2%	2,8%	2,1%	1,8%	1,4%
<b>Laufende Guthaben bei Kreditinstituten</b>	<b>5,5</b>	<b>9,0</b>	<b>3,8</b>	<b>26,6</b>	<b>17,7</b>	<b>17,1</b>
in % der Bilanzsumme	5,8%	5,8%	2,0%	10,9%	6,2%	4,7%
<b>Anteil der Rückversicherer an den versicherungstechnischen Rückstellungen</b>	<b>29,4</b>	<b>35,0</b>	<b>40,5</b>	<b>54,3</b>	<b>88,7</b>	<b>132,8</b>
in % der Bilanzsumme	31,2%	22,5%	21,2%	22,2%	30,8%	36,5%
Beitragsüberträge	2,0	0,6	0,6	3,6	4,4	5,4
Deckungsrückstellungen	22,0	30,5	37,0	45,5	77,6	118,4
Rückstellungen für noch nicht abgewickelte Versicherungsfälle	5,4	4,0	2,9	5,2	6,7	9,0
Übrige versicherungstechnische Rückstellungen	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Steuererstattungsansprüche</b>	<b>0,4</b>	<b>2,0</b>	<b>5,9</b>	<b>5,9</b>	<b>5,9</b>	<b>5,9</b>
in % der Bilanzsumme	0,4%	1,3%	3,1%	2,4%	2,0%	1,6%
<b>Sonstige Vermögenswerte</b>	<b>1,4</b>	<b>5,1</b>	<b>2,8</b>	<b>2,8</b>	<b>2,8</b>	<b>2,8</b>
in % der Bilanzsumme	1,5%	3,3%	1,4%	1,1%	1,0%	0,8%
<b>Summe Aktiva</b>	<b>94,3</b>	<b>155,3</b>	<b>190,6</b>	<b>245,0</b>	<b>287,6</b>	<b>364,0</b>
<b>Passiva</b>						
<b>Eigenkapital</b>	<b>19,5</b>	<b>59,2</b>	<b>64,5</b>	<b>88,5</b>	<b>85,4</b>	<b>86,9</b>
in % der Bilanzsumme	20,6%	38,1%	33,8%	36,1%	29,7%	23,9%
<b>Versicherungstechnische Rückstellungen (brutto)</b>	<b>46,8</b>	<b>56,2</b>	<b>68,6</b>	<b>89,7</b>	<b>119,4</b>	<b>164,8</b>
in % der Bilanzsumme	49,7%	36,2%	36,0%	36,6%	41,5%	45,3%
Beitragsüberträge	4,3	2,5	3,0	6,0	6,8	7,8
Deckungsrückstellungen	30,9	42,6	51,1	66,2	89,5	125,4
Rückstellungen für noch nicht abgewickelte Versicherungsfälle	10,7	10,3	13,0	16,0	21,6	30,0
Übrige versicherungstechnische Rückstellungen	0,8	0,9	1,5	1,5	1,5	1,5
<b>Sonstige Rücklagen</b>	<b>0,5</b>	<b>0,9</b>	<b>5,4</b>	<b>5,4</b>	<b>5,4</b>	<b>5,4</b>
in % der Bilanzsumme	0,5%	0,6%	2,9%	2,2%	1,9%	1,5%
<b>Verbindlichkeiten aus dem selbst abgeschlossenen Versicherungsgeschäft</b>	<b>26,0</b>	<b>37,9</b>	<b>48,2</b>	<b>57,5</b>	<b>76,8</b>	<b>106,3</b>
in % der Bilanzsumme	27,6%	24,4%	25,3%	23,5%	26,7%	29,2%
gegenüber Versicherungsnehmer	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2
gegenüber Versicherungsvermittler	0,5	1,4	0,9	0,9	0,9	0,9
Übrige Verbindlichkeiten	25,3	36,3	47,1	56,4	75,7	105,2
<b>Steuerschuld</b>	<b>1,5</b>	<b>1,2</b>	<b>3,8</b>	<b>3,8</b>	<b>0,6</b>	<b>0,6</b>
in % der Bilanzsumme	1,6%	0,7%	2,0%	1,6%	0,2%	0,2%
<b>Summe Passiva</b>	<b>94,3</b>	<b>155,3</b>	<b>190,6</b>	<b>245,0</b>	<b>287,6</b>	<b>364,0</b>

Quelle: DFV Deutsche Familienversicherung AG, FMR

**Kapitalflussrechnung**

IFRS Mio.EUR	2017	2018	2019	2020e	2021e	2022e
<b>Periodenergebnis vor außerordentlichen Posten</b>	<b>1,5</b>	<b>-3,3</b>	<b>-2,1</b>	<b>-7,5</b>	<b>-3,0</b>	<b>1,5</b>
Veränderung der versicherungstechnischen Netto-Rückstellungen	2,7	3,8	6,9	7,3	-4,8	1,3
Veränderung der Depotforderungen und -verbindlichkeiten sowie der Abrechnungsforderungen und -verbindlichkeiten	11,0	6,1	10,4	9,3	19,3	29,5
Veränderung der sonstigen Forderungen und Verbindlichkeiten	-0,2	2,7	3,2	0,0	0,0	0,0
Gewinne und Verluste aus dem Abgang von Kapitalanlagen	-0,3	2,0	-3,4	0,0	0,0	0,0
Veränderung sonstiger Bilanzposten	0,4	-7,7	1,3	0,0	-3,3	0,0
Sonstige zahlungsunwirksame Aufwendungen und Erträge	1,6	3,0	-1,9	1,0	1,1	1,2
<b>Cashflow aus der laufenden Geschäftstätigkeit</b>	<b>16,6</b>	<b>6,6</b>	<b>14,3</b>	<b>10,2</b>	<b>9,3</b>	<b>33,4</b>
Einzahlungen aus dem Verkauf und der Endfälligkeit von übrigen Kapitalanlagen	2,2	-0,1	2,8	0,0	0,0	0,0
Auszahlungen aus dem Erwerb von übrigen Beteiligungen	-17,0	-46,7	-26,7	-18,8	-18,1	-34,0
Sonstige Einzahlungen	0,0	-0,3	0,0	0,0	0,0	0,0
Sonstige Auszahlungen	-1,0	-1,5	-1,2	0,0	0,0	0,0
<b>Cashflow aus Investitionstätigkeit</b>	<b>-15,8</b>	<b>-48,7</b>	<b>-25,0</b>	<b>-18,8</b>	<b>-18,1</b>	<b>-34,0</b>
Einzahlungen aus Eigenkapitalzuführungen	0,0	45,6	6,1	31,5	0,0	0,0
Auszahlungen an Unternehmenseigner und Minderheitsgesellschafter	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Tilgung von Leasingverbindlichkeiten	0,0	0,0	-0,7	0,0	0,0	0,0
<b>Cashflow aus Finanzierungstätigkeit</b>	<b>0,0</b>	<b>45,6</b>	<b>5,4</b>	<b>31,5</b>	<b>0,0</b>	<b>0,0</b>
<b>Veränderung des Finanzmittelbestandes</b>	<b>0,9</b>	<b>3,5</b>	<b>-5,3</b>	<b>22,8</b>	<b>-8,9</b>	<b>-0,6</b>
Finanzmittelfonds am Anfang der Periode	4,7	5,5	9,0	3,8	26,6	17,7
<b>Finanzmittelbestand am Ende der Periode</b>	<b>5,5</b>	<b>9,0</b>	<b>3,8</b>	<b>26,6</b>	<b>17,7</b>	<b>17,1</b>

Quelle: DFV Deutsche Familienversicherung AG, FMR

**Haftungserklärung (Disclaimer) und Pflichtangaben nach § 85 WpHG, der EU-Marktmisbrauchsverordnung (Verordnung EU Nr. 596/2014) sowie der Delegierten Verordnung 2016/958 und der Delegierten Verordnung 2017/565 einschließlich Informationen über mögliche Interessenkonflikte (Disclosures), den/die Ersteller und die zuständige Aufsichtsbehörde**

Die nachfolgenden Erläuterungen informieren den Leser über die gesetzlichen Vorgaben, die bei der Erstellung von Finanzanalysen zu beachten sind.

**1. Haftungserklärung**

Bei Erstellung dieser Analyse haben wir uns die tatsächlichen Angaben aus uns zur Verfügung stehenden, allgemein als zuverlässig angesehenen Quellen verschafft. Wir können keinen Anspruch auf Richtigkeit und Vollständigkeit dieser Informationen erheben. Die auf diesen tatsächlichen Angaben beruhenden Empfehlungen und/oder Prognosen unsererseits stellen unverbindliche Werturteile zum Zeitpunkt der Erstellung der Studie dar und reflektieren die Meinung des jeweiligen Verfassers. Nachträgliche Änderungen können nicht berücksichtigt werden. Etwaige unvollständige oder unrichtige Informationen begründen keine Haftung der FMR Frankfurt Main Research AG für Schäden gleich welcher Art, und die FMR Frankfurt Main Research AG haftet nicht für indirekte und/oder direkte Schäden und/oder Folgeschäden. Insbesondere übernimmt die FMR Frankfurt Main Research AG keine Haftung für in diesen Anlageempfehlungen enthaltene Aussagen, Planungen oder sonstige Einzelheiten bezüglich der untersuchten Unternehmen, deren verbundener Unternehmen, Strategien, Markt- und/oder Wettbewerbslage, konjunkturelle und/oder gesetzliche Rahmenbedingungen usw. Obwohl die Anlageempfehlung mit aller Sorgfalt zusammengestellt wurde, können Fehler oder Unvollständigkeiten nicht ausgeschlossen werden. Die FMR Frankfurt Main Research AG, deren Anteilseigner und Angestellte übernehmen keine Haftung für die Richtigkeit oder Vollständigkeit der Aussagen, Einschätzungen, Empfehlungen oder Schlüsse, die aus in dieser Analyse enthaltenen Informationen abgeleitet werden.

Soweit eine Anlageempfehlung im Rahmen einer bestehenden vertraglichen Beziehung, z.B. einer Finanzberatung oder einer ähnlichen Dienstleistung, ausgehändigt wird, ist die Haftung der FMR Frankfurt Main Research AG auf grobe Fahrlässigkeit und Vorsatz begrenzt. Sollten wesentliche Angaben unterlassen worden sein, haftet die FMR Frankfurt Main Research AG für einfache Fahrlässigkeit. Der Höhe nach ist die Haftung der FMR Frankfurt Main Research AG auf Ersatz von typischen und vorhersehbaren Schäden begrenzt.

Die Studie stellt kein Angebot und keine Aufforderung dar, Aktien zu erwerben. Unsere Informationen und Empfehlungen in dieser Studie stellen keine individuelle Anlageberatung dar und können deshalb je nach den speziellen Anlagezielen, dem Anlagehorizont oder der individuellen Vermögenslage für einzelne Anleger nicht oder nur bedingt geeignet sein. Mit der Erstellung und Aushändigung dieser Studie werden wir gegenüber keiner Person als Anlageberater oder als Portfolioverwalter tätig. Diese Studie ersetzt keinesfalls eine Anlageberatung.

Die Einschätzungen, insbesondere Prognosen und Kurserwartungen, können möglicherweise nicht erreicht werden. Das Werk einschließlich aller Teile ist urheberrechtlich geschützt. Jede Verwendung außerhalb der Grenzen des Urheberrechtsgesetzes ist ohne Zustimmung unzulässig und strafbar. Dies gilt insbesondere für Vervielfältigungen, Übersetzungen, Mikroverfilmungen, die Einspeicherung und Verarbeitung in elektronischen Medien des gesamten Inhalts oder von Teilen.

Es ist möglich, dass Gesellschafter, Geschäftsleitung oder Angestellte der FMR Frankfurt Main Research AG oder mit ihr verbundenen Unternehmen in verantwortlicher Stellung, z.B. als Mitglied des Aufsichtsrats, in den in der Analyse genannten Gesellschaften tätig sind. Die in dieser Anlageempfehlung enthaltenen Meinungen können ohne Ankündigung geändert werden. Alle Rechte vorbehalten.

**2. Pflichtangaben**

- a) Erstmalige Veröffentlichung: 22.01.2021,
- b) Zeitliche Bedingungen vorgesehener Aktualisierungen: quartalsweise
- c) Aufsichtsbehörde: Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht, Lurgiallee 12, 60439 Frankfurt/M.
- d) Vorangegangene Analysen: Es sind keine Analysen in dem Zeitraum von 12 Monaten vor Veröffentlichung dieser Analyse veröffentlicht worden, die eine von dieser Analyse abweichende Empfehlung für eine bestimmte Anlageentscheidung enthalten.
- e) Die Analyse ist vor ihrer Veröffentlichung dem Emittenten – im gesetzlich zulässigen Rahmen – zugänglich gemacht worden und ist danach nicht geändert worden.
- f) Alle in der Analyse angegebenen Kurse und Kursverläufe beruhen auf den Schlusskursen, soweit zu den Kursen und Kursverläufen keine anderweitigen Angaben gemacht werden.

**3. Disclosures**

- a) Weder die FMR Frankfurt Main Research AG, noch ein mit ihr verbundenes Unternehmen, noch eine bei der Erstellung mitwirkende Person
  - (i.) sind am Grundkapital des Emittenten mit mindestens 5 Prozent beteiligt;
  - (ii.) waren innerhalb der vorangegangenen zwölf Monate an der Führung eines Konsortiums beteiligt, das Finanzinstrumente des Emittenten im Wege eines öffentlichen Angebots emittierte;

(iii.) betreuen Finanzinstrumente des Emittenten an einem Markt durch das Einstellen von Kauf- oder Verkaufsaufträgen:

(iv.) haben innerhalb der vorangegangenen zwölf Monate mit Emittenten, die selbst oder deren Finanzinstrumente Gegenstand der Finanzanalyse sind, eine Vereinbarung über Dienstleistungen im Zusammenhang mit Investmentbanking Geschäften geschlossen oder eine Leistung oder ein Leistungsversprechen aus einer solchen Vereinbarung erhalten;

(v.) sind im Besitz einer Nettoverkaufs- oder -kaufposition, die die Schwelle von 0,5% des gesamten emittierten Aktienkapitals des Emittenten überschreitet;

(vi.) haben mit dem Emittenten eine Vereinbarung über die Erstellung von Anlageempfehlungen getroffen.

(vii.) hat sonstige bedeutende Interessen in Bezug auf das analysierte Unternehmen, wie z.B. die Ausübung von Mandanten beim analysierten Unternehmen.

#### Unternehmen

DFV Deutsche Familienversicherung AG

#### Disclosure(s)

Bewertungs-Historie der letzten 12 Monate:

Datum	Empfehlung	Kurs bei Veröffentlichung	Kursziel
17.09.2019	KAUFEN	10,87 Euro	15,00 Euro
15.11.2019	KAUFEN	10,00 Euro	15,00 Euro
10.12.2019	KAUFEN	15,80 Euro	20,00 Euro
10.01.2020	KAUFEN	18,15 Euro	22,00 Euro
20.03.2020	KAUFEN	16,50 Euro	22,00 Euro
15.05.2020	KAUFEN	17,51 Euro	22,00 Euro
26.06.2020	KAUFEN	21,42 Euro	24,00 Euro
15.07.2020	KAUFEN	25,75 Euro	30,00 Euro
13.08.2020	KAUFEN	21,77 Euro	30,00 Euro
12.11.2020	KAUFEN	20,00 Euro	30,00 Euro
05.01.2021	HALTEN	13,72 Euro	16,00 Euro
22.01.2021	KAUFEN	16,20 Euro	20,00 Euro

#### 4. Erstellung und Verbreitung

a) Verantwortung für die Erstellung und Verbreitung

FMR Frankfurt Main Research AG

Sitz: Frankfurt am Main; HRB 113537, Amtsgericht Frankfurt am Main; Vorstand: Marcus Silbe

b) Ersteller

Enid Omerovic, Senior Analyst

c) Diese Studie darf ausschließlich für eigene interne Zwecke des Adressaten innerhalb des EWR oder der Schweiz genutzt werden.

#### 5. Erläuterung der Anlageurteile

Erläuterung Anlageurteil Aktien:

**Kaufen:** Die Aktie wird nach unserer Einschätzung auf Sicht von 12 Monaten einen absoluten Gewinn von mindestens 10% aufweisen.

**Halten:** Die Aktie wird nach unserer Einschätzung auf Sicht von 12 Monaten einen absoluten Kursgewinn und/oder einen absoluten Kursverlust von 10% nicht überschreiten.

**Verkaufen:** Die Aktie wird nach unserer Einschätzung auf Sicht von 12 Monaten einen absoluten Kursverlust von mindestens 10% aufweisen.

#### 6. Sensitivität der Bewertungsparameter

Die der Unternehmensbewertung zugrunde liegenden Zahlen aus der Gewinn- und Verlustrechnung, Kapitalflussrechnung und Bilanz sind datumsbezogene Schätzungen und somit mit Risiken behaftet. Diese können sich jederzeit ohne vorherige Ankündigung ändern. Unabhängig von der verwendeten Bewertungsmethode bestehen deutliche Risiken, dass das Kursziel/Tendenz nicht innerhalb des erwarteten Zeitrahmens erreicht wird.



Zu den Risiken gehören unvorhergesehene Änderungen im Hinblick auf den Wettbewerbsdruck, bei der Nachfrage nach den Produkten eines Emittenten und bei der Angebotssituation für produktionsnotwendige

Materialien, sowie der Nichteintritt der unterstellten Entwicklung. Solche Schwankungen können sich durch Veränderungen technologischer Art, Veränderungen der Konjunktur, Rechts- und Währungskursänderungen ergeben. Diese Erörterung von Bewertungsmethoden und Risikofaktoren erhebt keinen Anspruch auf Vollständigkeit.

#### **7. Wesentliche Informationsquellen**

Wie haben die Informationen, auf die sich dieses Dokument stützt, aus Quellen entnommen, die wir grundsätzlich als zuverlässig einschätzen. Wir haben aber nicht alle diese Informationen selbst nachgeprüft. Dementsprechend können wir die Genauigkeit, Vollständigkeit oder Richtigkeit der in diesem Dokument enthaltenen Informationen oder Meinungen nicht gewährleisten oder zusichern. In- und ausländische Medien wie Informationsdienste (z.B. Factset, Bloomberg u. a.), Wirtschaftspresse (z. B. BörsenZeitung, FAZ, Handelsblatt, Wallstreet Journal u. a.), Fachpresse, veröffentlichte Statistiken, das Internet sowie Veröffentlichungen, Angaben und Informationen der analysierten Emittenten.

#### **8. Zusammenfassung der Bewertungsgrundlagen**

Einzelemittenten: Zur Unternehmensbewertung werden gängige und anerkannte Bewertungsmethoden (u. a. DCF-Methode und Peer-Group-Analyse) verwandt. In der DCF-Methode wird der Wert des Emittenten berechnet, der die Summe der abgezinsten Zahlungsströme, d.h. des Barwertes der zukünftigen Zahlungsströme des Emittenten, darstellt. Der Wert wird somit durch die erwarteten künftigen Zahlungsströme und durch den angewandten Diskontierungssatz bestimmt. In der Peer-Group-Analyse werden an der Börse notierte Emittenten durch den Vergleich von Verhältniskennzahlen (z.B. Kurs-/Gewinn-Verhältnis Kurs-/ Buchwert-Verhältnis, Enterprise Value/Umsatz, Enterprise Value/EBITDA, Enterprise Value/EBIT) bewertet. Die Vergleichbarkeit der Verhältniskennzahlen wird in erster Linie durch die Geschäftstätigkeit und die wirtschaftlichen Aussichten bestimmt.

#### **9. Interne organisatorische und regulative Vorkehrungen zur Prävention oder Behandlung von Interessenkonflikten**

Mitarbeiter der FMR Frankfurt Main Research AG, die mit der Erstellung und/oder Darbietung von Finanzanalysen befasst sind, unterliegen den internen Compliance-Regelungen. Die internen Compliance-Regelungen entsprechen den Vorschriften der Richtlinie zur Konkretisierung der Organisationspflichten von Wertpapierdienstleistungsunternehmen gemäß § 80 WpHG und den Rechtsakten der EU/ESMA auf Basis der Marktmissbrauchsverordnung.

Die Analysten der FMR Frankfurt Main Research AG beziehen keine Vergütung - weder direkt noch indirekt - aus Investmentbanking-Geschäften der FMR Frankfurt Main Research AG.

Mit Annahme der Finanzanalyse akzeptiert der Empfänger die Verbindlichkeit der vorstehenden Beschränkungen.