

DFV Deutsche Familienversicherung AG

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

Veröffentlicht: 10.12.2019

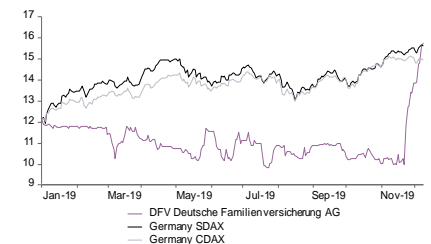
KAUFEN

Vorher.: KAUFEN

Kursziel: EUR 20,00 (15,00)
Aktienkurs:* EUR 15,80 (+27%)

*letzter XETRA Schlusskurs

Veränderung	2019e	2020e	2021e
Gesamtertrag	-	-	+35,0
EBIT	-	-	+3,4
EPS	-	-	+0,20



Quelle: Factset

Basisdaten Aktie

Anzahl Aktien (Millionen)	13,26
Freefloat (in %)	38,18%
Market Cap (in Mio. EUR)	209,5
Handelsvolumen (Ø)	4.036
Hoch (EUR, 52 Wochen)	16,2
Tief (EUR, 52 Wochen)	9,5

Aktionärsstruktur

SK Beteiligungen (Dr. Knoll)	21,31%
Erbengemeinschaft & Supervisory board	21,03%
Luca Pesarini	22,91%
Freefloat, sonstige	34,75%

Unternehmenskalender

--

Analysten

Enid Omerovic

Equity Research Analyst

enid.omerovic@fmr-research.de

+49 (0) 69 – 920 389 13

Marcus Silbe

Head of Research

marcus.silbe@fmr-research.de

+49 (0) 69 – 920 389 12

Kontakt

FMR Frankfurt Main Research AG
 Schillerstrasse 16
 60313 Frankfurt am Main
 Germany

+49 (0) 69 – 920 389 10
 www.fmr-research.de

In Kooperation mit:



ODDO SEYDLER

Abschluss der ersten bundesweiten Pflege-Branchenlösung

Aktienkursanstieg nach Einigung über arbeitgeberfinanzierte Pflegeversicherung:

Am 08.01.2019 berichtete die DFV über den erfolgreichen Abschluss der ersten betrieblichen Pflegeversicherung im Rahmen eines Sozialpartnermodells (HenkelCareFlex) ohne nennenswerte Auswirkungen auf den Aktienkurs. Die Ankündigung, dass dieses innovative Modell betrieblicher Krankenversicherung zu einer branchenweiten Lösung (CareFlexChemie) ausgebaut wurde, führte rund zehn Monate später zu einem deutlichen Aktienkursanstieg. Innerhalb weniger Wochen wurde unser altes Kursziel (15,00 Euro) erreicht und die Marktkapitalisierung der DFV ist über das Niveau von 200 Mio. Euro gesprungen.

Zusätzliche Prämien zwischen 75 und 100 Mio. Euro erwartet: Während sich HenkelCareFlex auf nur einen Arbeitgeber (Henkel AG & Co. KGaA mit ca. 9.000 Beschäftigten) in der chemischen Industrie bezieht, zielt der kürzlich angekündigte (22.11.2019) Tarifvertrag zwischen der IG BCE und dem Arbeitgeberverband BVAC auf rund 580.000 Beschäftigte in der Chemie- und Pharmaindustrie, von denen 435.000 tariflich versichert sind. Gemeinsam mit zwei weiteren namhaften Versicherungsgesellschaften wird die DFV die erste branchenweite, arbeitgeberfinanzierte und tariflich gebundene Pflegezusatzversicherung Deutschlands bereitstellen. Die DFV hält einen Anteil von 35% und ist als Konsortialführer für das Produkt sowie die Bestandsführung verantwortlich. Der Versicherer erwartet zusätzliche Prämien zwischen 75 und 100 Mio. Euro, die beginnend ab dem 1. Juli 2021 sukzessive realisiert werden.

Neubewertung und Schätzungen: CareFlexChemie wird voraussichtlich in der zweiten Jahreshälfte 2021e starten. Die FMR-Schätzungen für 2019e/2020e bleiben daher unverändert. FMR orientiert sich am unteren Ende der DFV-Prognose und erwartet nun für 2021e Bruttoprämien von 173,9 Mio. Euro (alt: 138,9 Mio. Euro). Die verdienten Nettobeiträge steigen auf 84,3 Mio. Euro (alt: 69,5 Mio. Euro). Das Betriebsergebnis (EBIT) verdoppelt knapp auf 7,4 Mio. Euro (alt: 3,9 Mio. Euro). Ab 2022e stiegen die Bruttoprämien um 70 auf 245,6 Mio. Euro (alt: 175,6 Mio. Euro). Entsprechend erhöhen sich die verdienten Nettobeiträge auf 115,4 Mio. Euro (alt: 87,8 Mio. Euro). Das EBIT steigt auf 10,89 Mio. Euro (alt: 5,74 Mio. Euro).

Auf Basis der neuen Schätzungen ergibt sich aus dem DCF-Modell ein fairer Wert von 17,62 Euro je Aktie. Die Peer Group weist einen fairen Wert von 22,67 Euro je Aktie aus. Wir erhöhen unser neues Kursziel auf 20,00 Euro, da auch der faire Wert je Aktie um 5,00 Euro gestiegen ist. KAUFEN Empfehlung wird bestätigt.

GJ Ende: 31.12	CAGR	2016	2017	2018	2019e	2020e	2021e
in Mio. Euro	(18-21e)						
Bruttoprämien	37,8%	64,1	70,7	66,5	86,2	113,9	173,9
Gesamtertrag	35,4%	28,1	33,1	34,7	43,6	58,0	86,3
EBIT		2,0	2,1	-4,1	-9,6	-3,6	7,4
EBIT-Marge		7,2%	6,4%	-11,8%	-22,1%	-6,2%	8,6%
Jahresüberschuss		1,5	0,9	-5,9	-7,2	-2,7	5,5
Umsatzrendite		5,3%	2,8%	-16,9%	-16,6%	-4,6%	6,4%
EPS		0,19	0,17	-0,25	-0,54	-0,20	0,42
Dividende je Aktie		0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Preis/Buchwert		-	-	-	3,5	3,6	3,3
Schaden-Kosten-Quote		86,8%	93,2%	96,4%	115,6%	100,3%	85,5%
Eigenkapitalquote		25,5%	20,6%	38,1%	35,0%	27,6%	21,2%

Quelle: DFV, FMR

Appendix

Discounted Cash Flow Modell

Mio. EUR	PHASE 1			PHASE 2						PHASE 3	
	2019e	2020e	2021e	2022e	2023e	2024e	2025e	2026e	2027e	2028e	∞
Verdiente Nettobeiträge	43,10	56,94	84,35	115,43	138,52	159,30	180,01	199,81	217,79	228,68	
in % der Bruttoprämien	-99,9%	32,1%	48,1%	36,9%	20,0%	15,0%	13,0%	11,0%	9,0%	5,0%	
Operatives Ergebnis (EBIT)	-9,63	-3,57	7,39	10,89	13,85	15,93	18,90	20,98	23,96	25,15	
in % der Bruttoprämien	-22,4%	-6,3%	8,8%	9,4%	10,0%	10,0%	10,5%	10,5%	11,0%	11,0%	
Einkommensteuern auf EBIT	2,41	0,89	-1,85	-2,72	-3,46	-3,98	-4,73	-5,24	-5,99	-6,29	
Abschreibungen	0,75	0,75	0,75	0,75	0,75	0,75	0,75	0,75	0,75	0,75	
Veränderung des Nettoumlaufvermögens	-0,92	-0,25	0,47	0,21	0,21	0,21	0,21	0,21	0,21	0,21	
Investitionen in das Anlagevermögen	-1,50	-8,50	-1,50	-1,50	-1,50	-1,31	-1,14	-0,99	-0,86	-0,75	
Free Cash Flow	-8,9	-10,7	5,3	7,6	9,8	11,6	14,0	15,7	18,1	19,1	
Barwerte	-8,9	-9,8	4,5	6,0	7,1	7,7	8,6	8,9	9,4	9,1	152,2
Barwert Phase 1	-14,3	-9%									
Barwert Phase 2	56,7	29%									
Barwert Phase 3	152,2	78%									
Barwert total	194,6	100%									
+ Nettofinanzmittel	39,1										
Minderheitsanteile	0,0										
Fairer Wert des Eigenkapitals	233,7										
Anzahl Aktien (Mio.)	13,3										
Fairer Wert je Aktie (EUR)	17,62										

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	12,1%	WACC	8,50%
Ø EBIT Marge Phase 2	10,3%	Wachstum Phase 3	2,0%

Sensitivitätsanalyse						
Wachstum in Phase 3						
		1,0%	1,5%	2,0%	2,5%	3,0%
WACC	7,5%	17,66	18,66	19,84	21,26	23,00
	8,0%	16,25	17,08	18,04	19,18	20,54
	8,5%	15,04	15,72	17,62	17,44	18,53
	9,0%	13,98	14,55	15,21	15,98	16,86
	9,5%	13,05	13,54	14,09	14,73	15,46

Quelle: FMR

Peer Group-Bewertung

Peer Group: Versicherungsvermittlung (Mio. EUR)	Market Cap	EV	Kurs/Buchwert		EV/EBITDA		EV/EBIT		EV / Gesamtertrag	
			2019e	2020e	2019e	2020e	2019e	2020e	2019e	2020e
Arthur J Gallagher Co	15864,4	18024,8	3,2x	2,8x	15,3x	13,3x	30,6x	25,3x	2,8x	2,6x
Brown & Brown	9727,9	10556,2	3,2x	2,9x	16,4x	15,2x	20,9x	19,1x	4,9x	4,6x
Goosehead Insurance	1308,5	562,2	-	-	27,1x	18,2x	31,3x	19,3x	7,4x	5,5x
Willis Towers Watson	22625,0	28347,8	2,4x	2,3x	13,6x	12,5x	16,9x	15,3x	3,5x	3,3x
Mittelwert	12.381	14.373	3,0x	2,7x	20,3x	15,4x	24,1x	17,3x	5,4x	4,4x
Median	12.796	14.290	3,2x	2,8x	20,3x	15,4x	24,1x	17,3x	5,4x	4,4x

Peer Group: Versicherungssoftware & Beratung (Mio. EUR)	Market Cap	EV	Kurs/Buchwert		EV/EBITDA		EV/EBIT		EV / Gesamtertrag	
			2019e	2020e	2019e	2020e	2019e	2020e	2019e	2020e
Guidewire Software	8071,1	7552,3	5,7x	5,5x	62,9x	72,4x	68,4x	82,3x	11,6x	10,9x
Ebix	904,2	1518,2	-	-	9,2x	7,8x	10,2x	8,5x	2,8x	2,3x
Sapiens International	1032,3	1079,4	-	-	21,7x	18,4x	23,1x	20,1x	3,7x	3,3x
Symbility Solutions	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Aon	43468,5	50529,6	13,4x	11,0x	17,6x	16,1x	18,5x	16,8x	5,1x	4,8x
Marsh & McLennan	49393,1	62078,9	-	-	17,8x	15,6x	20,3x	18,2x	4,1x	3,8x
Mittelwert	20.574	24.552	9,5x	8,2x	19,0x	16,7x	20,6x	18,4x	4,3x	4,0x
Median	8.071	7.552	9,5x	8,2x	17,8x	16,1x	20,3x	18,2x	4,1x	3,8x

Peer Group: Online-Vertrieb (Mio. EUR)	Market Cap	EV	Kurs/Buchwert		EV/EBITDA		EV/EBIT		EV / Gesamtertrag	
			2019e	2020e	2019e	2020e	2019e	2020e	2019e	2020e
Moneysupermarket com Grp	2064,2	2076,3	8,6x	7,5x	12,4x	11,7x	14,4x	13,3x	4,5x	4,3x
GoCo Group	494,4	577,5	-	-	15,5x	12,0x	18,5x	15,9x	3,1x	2,9x
QuinStreet	731,6	681,1	-	-	18,7x	14,7x	70,4x	32,0x	1,7x	1,5x
eHealth	1903,4	1858,0	-	-	29,3x	21,5x	31,2x	22,8x	5,3x	4,2x
iSelect	73,5	64,4	-	-	4,6x	-	6,9x	-	0,7x	-
Mittelwert	1.053	1.051	8,6x	7,5x	17,5x	18,1x	36,1x	27,4x	2,6x	2,9x
Median	732	681	8,6x	7,5x	18,7x	18,1x	31,2x	27,4x	1,7x	2,9x

Peer Group: Online-Banking und Finanzdienstleistungen (Mio. EUR)	Market Cap	EV	Kurs/Buchwert		EV/EBITDA		EV/EBIT		EV / Gesamtertrag	
			2019e	2020e	2019e	2020e	2019e	2020e	2019e	2020e
1st Source	1175,0	1429,3	1,6x	1,5x	-	-	13,8x	13,8x	4,8x	4,8x
Hypoport	1864,7	1985,3	10,5x	8,8x	36,9x	30,5x	56,7x	42,2x	5,9x	5,0x
Sparebank 1 Ringenke	340,2	893,1	0,9x	0,9x	-	-	16,4x	17,5x	9,8x	10,0x
Kakaku com	4747,0	4477,6	10,9x	9,1x	18,5x	17,4x	19,5x	18,1x	8,7x	8,1x
Mittelwert	2.032	2.196	6,0x	5,1x	18,5x	17,4x	18,0x	17,8x	9,2x	9,1x
Median	1.520	1.707	6,0x	5,1x	18,5x	17,4x	18,0x	17,8x	9,2x	9,1x
Gewichtetes Mittel			6,0x	5,2x	21,1x	19,8x	27,1x	23,6x	5,0x	4,8x

	Mio. EUR; EPS in EUR	Buchwert		EBITDA		EBIT		Gesamtertrag	
		2019e	2020e	2019e	2020e	2019e	2020e	2019e	2020e
DFV: Schätzungen von FMR		60,30	57,62	-8,88	-2,82	-9,63	-3,57	43,56	57,98
Multiples: Kurs/Buchwert 2020e		6,0x	5,2x	21,1x	19,8x	27,1x	23,6x	5,0x	4,8x
EV (berechnet)								218,64	279,07
Net Cash - Minderheiten	39,1								
Market Cap (berechnet)		364,55	300,65					257,73	318,15
Kurs/Buchwert 2020e		300,65							
Prämie (-Discount) vs. Peer		0%							
Market Cap (berechnet)		300,65							
Anzahl Aktien (Mio.)		13,3							
Fairer Wert je Aktie (EUR)		22,67							

Quelle: FMR

GuV						
IFRS Mio.EUR	2016	2017	2018	2019e	2020e	2021e
Bruttoprämien	64,1	70,7	66,5	86,2	113,9	173,9
Veränderung zum Vorjahr in %	1,4%	10,3%	-5,8%	29,6%	32,1%	52,7%
Anteil der Rückversicherer in % der Bruttoprämien	36,3 56,7%	39,7 56,1%	30,8 46,3%	43,1 50,0%	56,9 50,0%	89,6 51,5%
Nettoprämien	27,8	31,0	35,7	43,1	56,9	84,3
in % der Bruttoprämien	43,3%	43,9%	53,7%	50,0%	50,0%	48,5%
Nettoveränderung der Beitragsüberträge in % der Nettoprämien	-0,7 -2,4%	-0,6 -1,8%	-0,4 -1,0%	0,0 0,0%	0,0 0,0%	0,0 0,0%
Verdiente Nettobeiträge	28,4	31,6	36,1	43,1	56,9	84,3
in % der Bruttoprämien	44,4%	44,7%	54,2%	50,0%	50,0%	48,5%
Beteiligungsergebnis in % der verdienten Nettobeiträge	-0,6 -2,1%	1,1 3,4%	-2,3 -6,5%	0,0 0,0%	0,6 1,0%	1,5 1,8%
Sonstige Erträge in % der verdienten Nettobeiträge	0,2 0,9%	0,5 1,5%	1,0 2,9%	0,5 1,1%	0,5 0,8%	0,5 0,5%
Gesamtertrag	28,1	33,1	34,7	43,6	58,0	86,3
in % der Bruttoprämien	43,8%	46,8%	52,2%	50,5%	50,9%	49,6%
Nettoveränderung der an Kunden gezahlten Leistungen in % der Bruttoprämien	16,8 26,2%	18,0 25,5%	20,2 30,4%	24,6 28,5%	30,7 27,0%	43,3 24,9%
Nettoveränderung der Aufwendungen für den Versicherungsbet in % der Bruttoprämien	7,9 12,3%	11,4 16,2%	14,5 21,9%	25,3 29,3%	26,4 23,2%	28,9 16,6%
Sonstige Aufwendungen in % der Bruttoprämien	1,4 2,1%	1,6 2,2%	4,1 6,2%	3,4 3,9%	4,5 3,9%	6,8 3,9%
Summe Aufwendungen	26,0	31,0	38,8	53,2	61,6	78,9
in % der Bruttoprämien	40,6%	43,8%	58,4%	61,7%	54,0%	45,4%
Operatives Ergebnis (EBIT)	2,0	2,1	-4,1	-9,6	-3,6	7,4
in % der Bruttoprämien	3,2%	3,0%	-6,2%	-11,2%	-3,1%	4,3%
EBT (Gewinn vor EE-Steuern)	2,0	2,1	-4,1	-9,6	-3,6	7,4
in % der Bruttoprämien	3,2%	3,0%	-6,2%	-11,2%	-3,1%	4,3%
EE-Steuern in % EBT	0,3 16,0%	0,6 30,1%	-0,8 18,7%	-2,4 25,0%	-0,9 25,0%	1,8 25,0%
Jahresüberschuss	1,7	1,5	-3,3	-7,2	-2,7	5,5
Sonstige Ergebnisse (direkt im Eigenkapital erfasst)	-0,2	-0,5	-0,1	2,4	0,0	0,0
Aufwendungen für die Beschaffung von Eigenkapital	0,0	0,0	-2,5	0,0	0,0	0,0
Gesamtergebnis	1,5	0,9	-5,9	-4,8	-2,7	5,5
Minderheitsanteile	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Nettoergebnis	1,5	0,9	-5,9	-4,8	-2,7	5,5
in % der Bruttoprämien	2,3%	1,3%	-8,8%	-5,6%	-2,4%	3,2%
Bereinigter Jahresüberschuss nach Anteilen Dritter	1,5	0,9	-5,9	-4,8	-2,7	5,5
in % der Bruttoprämien	2,3%	1,3%	-8,8%	-5,6%	-2,4%	3,2%
Ausstehende Aktien (in Mio.)	9,0	9,0	13,3	13,3	13,3	13,3
Ergebnis je Aktie in Euro, unverwässert	0,19	0,17	-0,25	-0,54	-0,20	0,42

Quelle: DFV Deutsche Familienversicherung AG, FMR

Bilanz

IFRS Mio.EUR	2016	2017	2018	2019e	2020e	2021e
Aktiva						
Immaterielle Vermögenswerte	9,6	9,3	9,2	10,0	17,7	18,5
in % der Bilanzsumme	13,2%	9,9%	5,9%	5,8%	8,5%	6,2%
Kapitalanlagen	31,7	46,4	90,1	89,8	98,3	140,1
in % der Bilanzsumme	43,7%	49,2%	58,0%	52,1%	47,1%	47,0%
Zur Veräußerung verfügbare Finanzinvestitionen	31,7	44,1	33,7	36,9	57,9	102,2
Festverzinslich + Callgelder	0,0	2,3	56,4	52,9	40,4	37,9
Forderungen aus dem selbst abgeschlossenen Versicherungsgeschäft	3,4	1,9	4,9	4,9	4,9	4,9
in % der Bilanzsumme	4,7%	2,0%	3,2%	2,9%	2,4%	1,6%
Laufende Guthaben bei Kreditinstituten	4,7	5,5	9,0	12,0	13,8	21,6
in % der Bilanzsumme	6,4%	5,8%	5,8%	7,0%	6,6%	7,2%
Anteil der Rückversicherer an den versicherungstechnischen Rückstellungen	20,7	29,4	35,0	48,6	66,9	106,2
in % der Bilanzsumme	28,5%	31,2%	22,5%	28,2%	32,0%	35,6%
Beitragsüberträge	2,0	2,0	0,6	3,1	3,9	5,9
Deckungsrückstellungen	14,1	22,0	30,5	38,9	53,9	86,0
Rückstellungen für noch nicht abgewickelte Versicherungsfälle	4,5	5,4	4,0	6,7	9,1	14,2
Übrige versicherungstechnische Rückstellungen	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Steuererstattungsansprüche	0,5	0,4	2,0	2,0	2,0	2,0
in % der Bilanzsumme	0,6%	0,4%	1,3%	1,2%	1,0%	0,7%
Sonstige Vermögenswerte	2,1	1,4	5,1	5,1	5,1	5,1
in % der Bilanzsumme	2,9%	1,5%	3,3%	2,9%	2,4%	1,7%
Summe Aktiva	72,6	94,3	155,3	172,3	208,7	298,3
Passiva						
Eigenkapital	18,5	19,5	59,2	60,3	57,6	63,2
in % der Bilanzsumme	25,5%	20,6%	38,1%	35,0%	27,6%	21,2%
Versicherungstechnische Rückstellungen (brutto)	35,3	46,8	56,2	67,4	91,4	143,1
in % der Bilanzsumme	48,6%	49,7%	36,2%	39,1%	43,8%	48,0%
Beitragsüberträge	4,9	4,3	2,5	5,0	5,9	7,9
Deckungsrückstellungen	20,2	30,9	42,6	47,7	65,8	104,6
Rückstellungen für noch nicht abgewickelte Versicherungsfälle	9,5	10,7	10,3	13,8	18,9	29,8
Übrige versicherungstechnische Rückstellungen	0,8	0,8	0,9	0,8	0,8	0,8
Sonstige Rücklagen	0,7	0,5	0,9	0,9	0,9	0,9
in % der Bilanzsumme	1,0%	0,5%	0,6%	0,5%	0,4%	0,3%
Verbindlichkeiten aus dem selbst abgeschlossenen Versicherungsgeschäft	16,8	26,0	37,9	42,7	57,7	90,0
in % der Bilanzsumme	23,1%	27,6%	24,4%	24,7%	27,6%	30,2%
gegenüber Versicherungsnehmer	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2
gegenüber Versicherungsvermittler	0,8	0,5	1,4	1,4	1,4	1,4
Übrige Verbindlichkeiten	15,7	25,3	36,3	41,0	56,1	88,4
Steuerschuld	1,3	1,5	1,2	1,2	1,2	1,2
in % der Bilanzsumme	1,8%	1,6%	0,7%	0,7%	0,6%	0,4%
Summe Passiva	72,6	94,3	155,3	172,3	208,7	298,3

Quelle: DFV Deutsche Familienversicherung AG, FMR

Kapitalflussrechnung

IFRS Mio.EUR	2016	2017	2018	2019e	2020e	2021e
Periodenergebnis vor außerordentlichen Posten	1,7	1,5	-3,3	-7,2	-2,7	5,5
Veränderung der versicherungstechnischen Netto-Rückstellungen	2,0	2,7	3,8	-2,5	5,8	12,4
Veränderung der Depotforderungen und -verbindlichkeiten sowie der Abrechnungsforderungen und -verbindlichkeiten	8,2	11,0	6,1	4,8	15,0	32,3
Veränderung der sonstigen Forderungen und Verbindlichkeiten	1,0	-0,2	2,7	0,0	0,0	0,0
Gewinne und Verluste aus dem Abgang von Kapitalanlagen	0,5	-0,3	2,0	0,0	0,0	0,0
Veränderung sonstiger Bilanzposten	-0,2	0,4	-7,7	0,0	0,0	0,0
Sonstige zahlungsunwirksame Aufwendungen und Erträge	1,6	1,6	3,0	3,0	0,8	0,8
Cashflow aus der laufenden Geschäftstätigkeit	14,8	16,6	6,6	-1,9	18,8	51,1
Einzahlungen aus dem Verkauf und der Endfälligkeit von übrigen Kapitalanlagen	0,0	2,2	-0,1	0,0	0,0	0,0
Auszahlungen aus dem Erwerb von übrigen Beteiligungen	-17,0	-17,0	-46,7	-1,2	-10,0	-43,3
Sonstige Einzahlungen	-0,3	0,0	-0,3	0,0	0,0	0,0
Sonstige Auszahlungen	-1,4	-1,0	-1,5	0,0	-7,0	0,0
Cathflow aus Investitionstätigkeit	-18,7	-15,8	-48,7	-1,2	-17,0	-43,3
Einzahlungen aus Eigenkapitalzuführungen	0,0	0,0	45,6	6,1	0,0	0,0
Auszahlungen an Unternehmenseigner und Minderheitsgesellschafter	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Cashflow aus Finanzierungstätigkeit	0,0	0,0	45,6	6,1	0,0	0,0
Veränderung des Finanzmittelbestandes	-3,9	0,9	3,5	3,0	1,8	7,8
Finanzmittelfonds am Anfang der Periode	8,5	4,7	5,5	9,0	12,0	13,8
Finanzmittelbestand am Ende der Periode	4,7	5,5	9,0	12,0	13,8	21,6

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 Speicherung 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: 10.12.2019,
- 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	Disclosure(s)
DFV Deutsche Familienversicherung AG	-

b) Die FMR Frankfurt Main Research AG hat mit der Oddo Seydler Bank AG einen Kooperationsvertrag geschlossen, auf dessen Grundlage sie diese Finanzanalyse erstellt. Die Oddo Seydler Bank AG wiederum handelt im Auftrag der Emittenten, die selbst oder deren Finanzinstrumente Gegenstand der Finanzanalyse sind.

Weder die Oddo Seydler Bank 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 Mandaten beim analysierten Unternehmen.

Unternehmen	Disclosure(s)
DFV Deutsche Familienversicherung AG	iii, vi

Bewertungs-Historie der letzten 12 Monate:

Datum	Empfehlung	Kurs bei Veröffentlichung	Kursziel
07.02.2019	KAUFEN	11,63 Euro	15,00 Euro
08.04.2019	KAUFEN	11,35 Euro	15,00 Euro
17.04.2019	KAUFEN	10,60 Euro	15,00 Euro
23.05.2019	KAUFEN	10,35 Euro	15,00 Euro
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

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

Marcus Silbe (CEFA), Head of Research, 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.