

» Versicherungen «

DFV Deutsche Familienversicherung AG

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

Lemonade-IPO führt zu signifikanter DFV-Aufwertung

Lemonade-IPO rückt deutschen Versicherungsmarkt in den Fokus: Anfang Juni hat die US-amerikanische Lemonade Pläne für ein IPO bekannt gegeben. Das 2016 gegründete Insurtech ist auf dem Heimatmarkt zwischen 2017-19 rasant gewachsen (CAGR: +259%). Angedacht ist mit dem Listing ca. 260 Mio. USD an Kapital aufzunehmen, das unter anderem für den Eintritt in den europäischen Versicherungsmarkt (zunächst Deutschland und die Niederlande) eingesetzt werden soll. Während Investoren die von Lemonade bei früheren Finanzierungsrunden aufgerufenen Bewertungen bislang nicht für einen Bewertungsvergleich mit der DFV herangezogen haben, scheint der geplante europäische Markteintritt und Börsengang des US-Peers nun die Korrelation zu erhöhen. Grund hierfür könnte die Attraktivität des deutschen Versicherungsmarktes sein, der von Lemonade als Ausgangspunkt für seine europäische Expansionsstrategie ausgewählt wurde. Auch könnten Investoren mit der transparenteren Veröffentlichung von Finanzzahlen die Kosten des Wachstums als Anlass für eine Neubewertung genommen haben. Die DFV-Aktie hat nach der Ankündigung des Börsengangs um mehr als 20% zugelegt.

Kosten des Wachstums: Dass das historische CAGR (2017-19: +259%) von Lemonade weit über dem entsprechenden Wert der DFV liegt ist richtig. Doch während Lemonade gerade erst für den Einstieg in den deutschen Versicherungsmarkt ansetzt, trauen Marktbeobachter der DFV für die nächsten Jahre einen Anstieg der gebuchten Bruttoprämien in Deutschland von rund 40% zu (CAGR 2019-22e: FMRe = +39,3%/Konsens ohne FMR = +44,3%). Würde Lemonade in Deutschland genauso schnell wachsen wie zwischen 2017-19 läge der erwartete Faktor für die Wachstumsdifferenz (259%/44%) bei 5,9x. Basierend auf einer Bewertung von 1.5 Mrd. USD für Lemonade leitet sich hieraus ein konservativ errechneter Unternehmenswert der DFV von rund 254 Mio. Euro ab. Dabei muss Lemonade im Vergleich zur DFV deutlich mehr Geld in die Hand nehmen, um zu wachsen. In 2019 lagen die Vertriebskosten von Lemonade bei 89,1 Mio. USD (DFV: 33 Mio. Euro), wobei Bruttoprämien von 116 Mio. USD (DFV: 90,9 Mio. Euro) erwirtschaftet wurden. Sowohl das erwartete Wachstum als auch die assoziierten Kosten des Wachstums begünstigen hiernach eine weitere Aufwertung der DFV.

Unser DCF-Modell weist einen fairen Wert von 22,06 Euro pro Aktie aus, während die Vergleichsgruppe 27,55 Euro pro Aktie angibt. Wir nehmen den Durchschnitt und setzen ein neues Kursziel bei 24,00 Euro pro Aktie (vorher: 22,00 Euro). Das Rating bleibt unverändert, da wir weiterhin empfehlen, die Aktie zu KAUFEN.

GJ Ende: 31.12	CAGR						
in Mio. Euro	(19-22e)	2017	2018	2019	2020e	2021e	2022e
Bruttoprämien	39,3%	70,7	66,5	90,9	113,9	173,9	245,6
Gesamtertrag	27,4%	33,1	34,7	58,4	58,8	87,5	120,6
EBIT		2,1	-4,1	-5,2	-9,5	7,4	10,9
EBIT-Marge		6,4%	-11,8%	-8,9%	-16,1%	8,4%	9,0%
Jahresüberschuss		0,9	-5,9	-0,6	-7,1	5,5	8,2
Umsatzrendite		2,8%	-16,9%	-1,1%	-12,1%	6,3%	6,8%
EPS		0,17	-0,36	-0,16	-0,53	0,42	0,62
Dividende je Aktie		0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Preis/Buchwert		-	-	-	4,9	4,5	4,0
Schaden-Kosten-Quote		86,8%	93,2%	96,4%	107,3%	108,3%	83,1%
Eigenkapitalquote		25,5%	20,6%	38,1%	33,8%	26,6%	20,8%

Quelle: DFV, FMR

Veröffentlicht: 26.06.2020

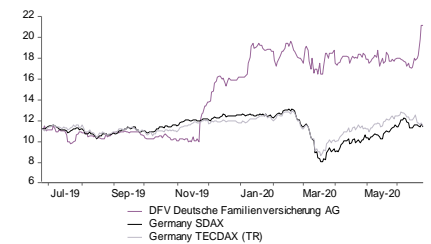
KAUFEN

Vorher.: KAUFEN

Kursziel: EUR 24,00 (22,00)
Aktienkurs:* EUR 21,42 (+12%)

*letzter XETRA Schlusskurs

Veränderung	2020e	2021e	2022e
Gesamtertrag	-	-	-
EBIT	-	-	-
EPS	-	-	-



Quelle: Factset

Basisdaten Aktie

Anzahl Aktien (Millionen)	13,26
Freefloat (in %)	33,53%
Market Cap (in Mio. EUR)	284,0
Handelsvolumen (Ø)	8.607
Hoch (EUR, 52 Wochen)	22,9
Tief (EUR, 52 Wochen)	9,5

Aktionärsstruktur

SK Beteiligungen (Dr. Knoll)	21,32%
Erbengemeinschaft & Supervisory board	22,24%
Luca Pesarini	22,91%
Freefloat, sonstige	33,53%

Unternehmenskalender

H1/20-Finanzreport	13.08.2020
Q3/20-Finanzreport	12.11.2020

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

Appendix

Discounted Cash Flow Modell

Mio. EUR	PHASE 1			PHASE 2						PHASE 3	
	2020e	2021e	2022e	2023e	2024e	2025e	2026e	2027e	2028e	2029e	∞
Verdiente Nettobeiträge	56,95	84,32	115,41	138,50	163,43	189,58	216,12	242,06	266,26	287,56	
Veränd. In %	-99,8%	48,1%	36,9%	20,0%	18,0%	16,0%	14,0%	12,0%	10,0%	8,0%	
Operatives Ergebnis (EBIT)	-9,46	7,38	10,88	13,86	16,83	20,10	23,56	27,11	30,35	33,07	
in % der verdienten Nettobeiträge	-16,6%	8,7%	9,4%	10,0%	10,3%	10,6%	10,9%	11,2%	11,4%	11,5%	
Einkommensteuern auf EBIT	2,37	-1,84	-2,72	-3,46	-4,21	-5,02	-5,89	-6,78	-7,59	-8,27	
Abschreibungen	1,01	1,09	1,17	1,26	1,35	1,45	1,55	1,65	1,76	1,76	
Veränderung des Nettoumlaufvermögens	-0,35	0,47	0,21	0,21	0,21	0,21	0,21	0,21	0,21	0,21	
Investitionen in das Anlagevermögen	-1,50	-1,59	-1,67	-1,76	-1,85	-1,95	-2,05	-2,05	-2,06	-1,96	
Free Cash Flow	-7,9	5,5	7,9	10,1	12,3	14,8	17,4	20,1	22,7	24,8	
Barwerte	-7,9	5,1	6,7	7,9	8,9	9,8	10,6	11,4	11,8	11,9	212,7
Barwert Phase 1	3,8	2%									
Barwert Phase 2	72,3	25%									
Barwert Phase 3	212,7	74%									
Barwert total	288,8	100%									
+ Nettofinanzmittel	3,8										
Minderheitsanteile	0,0										
Fairer Wert des Eigenkapitals	292,6										
Anzahl Aktien (Mio.)	13,3										
Fairer Wert je Aktie (EUR)	22,06										

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	12,9%	WACC	8,50%
Ø EBIT Marge Phase 2	10,8%	Wachstum Phase 3	2,0%

Sensitivitätsanalyse					
Wachstum in Phase 3					
	1,5%	2,0%	2,5%	3,0%	3,5%
7,5%	22,17	23,68	25,49	27,70	30,46
8,0%	20,13	21,36	22,81	24,55	26,68
WACC 8,5%	18,38	19,40	22,06	21,98	23,65
9,0%	16,87	17,72	18,70	19,83	21,18
9,5%	15,56	16,27	17,08	18,02	19,11

Quelle: FMR

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	15939,2	18326,6	3,5x	3,0x	15,4x	14,0x	33,6x	24,6x	2,9x	2,9x
Brown & Brown	10066,4	10950,8	3,4x	3,2x	17,2x	17,2x	22,1x	21,1x	5,2x	5,0x
Goosehead Insurance	2414,2	1084,8	-	-	69,8x	48,3x	78,2x	52,6x	15,8x	12,3x
Willis Towers Watson	21936,2	27526,5	2,5x	2,4x	13,4x	12,8x	16,9x	16,6x	3,4x	3,4x
Mittelwert	12.589	14.472	3,2x	2,9x	41,6x	30,5x	47,5x	34,6x	9,6x	7,8x
Median	13.003	14.639	3,4x	3,0x	41,6x	30,5x	47,5x	34,6x	9,6x	7,8x

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	7879,4	7333,2	5,7x	5,6x	62,3x	98,6x	67,9x	119,6x	11,5x	11,7x
Ebix	566,3	1185,0	-	-	7,6x	8,5x	8,4x	9,8x	2,3x	2,5x
Sapiens International	1275,8	1319,7	-	-	26,7x	22,6x	28,5x	24,8x	4,6x	4,0x
Symbility Solutions	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Aon	38433,5	46049,9	13,2x	10,2x	16,2x	15,7x	17,1x	16,5x	4,7x	4,7x
Marsh & McLennan	47029,0	60287,5	-	-	15,7x	16,1x	20,2x	18,3x	4,1x	4,0x
Mittelwert	19.037	23.235	9,5x	7,9x	19,5x	18,1x	21,9x	19,8x	4,4x	4,2x
Median	7.879	7.333	9,5x	7,9x	16,2x	16,1x	20,2x	18,3x	4,6x	4,0x

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	1907,9	1917,7	8,7x	7,7x	12,3x	13,5x	14,3x	15,9x	4,5x	4,6x
GoCo Group	451,3	541,0	-	-	15,1x	13,5x	18,3x	17,1x	3,2x	3,0x
QuinStreet	472,3	396,6	-	-	11,2x	14,4x	41,9x	72,0x	1,0x	0,9x
eHealth	2359,3	2188,4	-	-	18,6x	18,4x	19,0x	19,2x	4,9x	3,9x
iSelect	30,1	23,8	-	-	1,7x	-	2,6x	-	0,3x	-
Mittelwert	1.044	1.014	8,7x	7,7x	10,5x	16,4x	21,2x	45,6x	2,0x	2,4x
Median	472	541	8,7x	7,7x	11,2x	16,4x	19,0x	45,6x	1,0x	2,4x

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	759,8	1103,5	1,0x	1,0x	-	-	9,1x	9,5x	4,1x	3,9x
Hypoport	2551,9	2613,7	14,5x	12,6x	50,2x	46,0x	79,2x	71,3x	7,8x	6,3x
Sparebank 1 Ringerike	318,5	840,2	0,9x	0,9x	-	-	18,0x	22,2x	10,6x	11,9x
Kakaku com	4678,0	4484,0	13,1x	11,5x	17,8x	22,9x	19,9x	25,9x	8,9x	10,2x
Mittelwert	2.077	2.260	7,4x	6,5x	17,8x	22,9x	18,9x	24,0x	9,7x	11,0x
Median	1.656	1.859	7,1x	6,3x	17,8x	22,9x	18,9x	24,0x	9,7x	11,0x
Gewichtetes Mittel			6,7x	5,8x	23,2x	25,5x	28,6x	32,8x	5,5x	5,6x

	Mo. EUR; EPS in EUR	Buchwert		EBITDA		EBIT		Gesamtertrag	
		2020e	2021e	2020e	2021e	2020e	2021e	2020e	2021e
DFV: Schätzungen von FMR		57,39	62,90	-8,45	8,46	-9,46	7,38	56,95	84,32
Multiples: Kurs/Buchwert 2020e		6,7x	5,8x	23,2x	25,5x	28,6x	32,8x	5,5x	5,6x
EV (berechnet)								314,93	472,50
Net Cash - Minderheiten	3,8								
Market Cap (berechnet)		382,18	365,31					318,70	476,26
Kurs/Buchwert 2020e			365,31						
Prämie (-Discount) vs. Peer			0%						
Market Cap (berechnet)			365,31						
Anzahl Aktien (Mio.)			13,3						
Fairer Wert je Aktie (EUR)			27,55						

Quelle: FMR

GuV

IFRS Mio.EUR	2017	2018	2019	2020e	2021e	2022e
Bruttoprämien	70,7	66,5	90,9	113,9	173,9	245,6
Veränderung zum Vorjahr in %	10,3%	-5,8%	36,7%	25,3%	52,6%	41,2%
Anteil der Rückversicherer in % der Bruttoprämien	39,7	30,8	36,1	57,0	89,5	130,1
	56,1%	46,3%	39,7%	50,0%	51,5%	53,0%
Nettoprämien	31,0	35,7	54,8	57,0	84,3	115,4
in % der Bruttoprämien	43,9%	53,7%	60,3%	50,0%	48,5%	47,0%
Nettoveränderung der Beitragsüberträge	-0,6	-0,4	0,4	0,0	0,0	0,0
in % der Nettoprämien	-1,8%	-1,0%	0,8%	0,0%	0,0%	0,0%
Verdiente Nettobeiträge	31,6	36,1	54,4	57,0	84,3	115,4
in % der Bruttoprämien	44,7%	54,2%	59,8%	50,0%	48,5%	47,0%
Beteiligungsergebnis	1,1	-2,3	3,4	1,4	2,7	4,7
in % der verdienten Nettobeiträge	3,4%	-6,5%	6,3%	2,4%	3,2%	4,1%
Sonstige Erträge	0,5	1,0	0,6	0,5	0,5	0,5
in % der verdienten Nettobeiträge	1,5%	2,9%	1,2%	0,8%	0,6%	0,4%
Gesamtertrag	33,1	34,7	58,4	58,8	87,5	120,6
in % der Bruttoprämien	46,8%	52,2%	64,2%	51,6%	50,3%	49,1%
Nettoveränderung der an Kunden gezahlten Leistungen	18,0	20,2	33,0	28,3	43,3	61,2
in % der Bruttoprämien	25,5%	30,4%	36,2%	24,8%	24,9%	24,9%
Nettoveränderung der Aufwendungen für den Versicherungsbetrieb	11,4	14,5	25,4	33,4	26,8	34,3
in % der Bruttoprämien	16,2%	21,9%	27,9%	29,3%	15,4%	14,0%
Sonstige Aufwendungen	1,6	4,1	5,3	6,6	10,1	14,2
in % der Bruttoprämien	2,2%	6,2%	5,8%	5,8%	5,8%	5,8%
Summe Aufwendungen	31,0	38,8	63,6	68,2	80,1	109,7
in % der Bruttoprämien	43,8%	58,4%	70,0%	59,9%	46,1%	44,7%
Operatives Ergebnis (EBIT)	2,1	-4,1	-5,2	-9,5	7,4	10,9
in % der Bruttoprämien	3,0%	-6,2%	-5,7%	-8,3%	4,2%	4,4%
EBT (Gewinn vor EE-Steuern)	2,1	-4,1	-5,2	-9,5	7,4	10,9
in % der Bruttoprämien	3,0%	-6,2%	-5,7%	-8,3%	4,2%	4,4%
Finanzierungsaufwendungen Leasing	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
EE-Steuern	0,6	-0,8	-3,1	-2,4	1,8	2,7
in % EBT	30,1%	18,7%	60,0%	25,1%	24,9%	25,0%
Jahresüberschuss	1,5	-3,3	-2,1	-7,1	5,5	8,2
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
Gesamtergebnis	0,9	-5,9	-0,6	-7,1	5,5	8,2
Minderheitsanteile	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Nettoergebnis	0,9	-5,9	-0,6	-7,1	5,5	8,2
in % der Bruttoprämien	1,3%	-8,8%	-0,7%	-6,2%	3,2%	3,3%
Bereinigter Jahresüberschuss nach Anteilen Dritter	0,9	-5,9	-0,6	-7,1	5,5	8,2
in % der Bruttoprämien	1,3%	-8,8%	-0,7%	-6,2%	3,2%	3,3%
Ausstehende Aktien (in Mio.)	9,0	9,2	13,2	13,3	13,3	13,3
Ergebnis je Aktie in Euro, unverwässert	0,17	-0,36	-0,16	-0,53	0,42	0,62

Quelle: DFV Deutsche Familienversicherung AG, FMR

Bilanz

IFRS Mio.EUR	2017	2018	2019	2020e	2021e	2022e
Aktiva						
Immaterielle Vermögenswerte	9,3	9,2	8,7	9,2	9,7	10,2
in % der Bilanzsumme	9,9%	5,9%	4,5%	4,2%	3,2%	2,4%
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
Nutzungsrechte (IFRS 16)	0,0	0,0	2,1	2,1	2,1	2,1
Kapitalanlagen	46,4	90,1	121,7	136,5	180,8	236,4
in % der Bilanzsumme	49,2%	58,0%	63,9%	63,2%	59,8%	57,0%
Zur Veräußerung verfügbare Finanzinvestitionen	44,1	33,7	121,3	136,5	180,8	236,4
Festverzinslich + Callgelder	2,3	56,4	0,4	0,0	0,0	0,0
Forderungen aus dem selbst abgeschlossenen Versicherungsgeschäft	1,9	4,9	5,3	5,3	5,3	5,3
in % der Bilanzsumme	2,0%	3,2%	2,8%	2,4%	1,7%	1,3%
Laufende Guthaben bei Kreditinstituten	5,5	9,0	3,8	2,1	4,3	12,2
in % der Bilanzsumme	5,8%	5,8%	2,0%	1,0%	1,4%	2,9%
Anteil der Rückversicherer an den versicherungstechnischen Rückstellungen	29,4	35,0	40,5	58,1	97,4	146,2
in % der Bilanzsumme	31,2%	22,5%	21,2%	26,9%	32,2%	35,2%
Beitragsüberträge	2,0	0,6	0,6	3,5	5,5	7,2
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	9,1	14,2	20,6
Übrige versicherungstechnische Rückstellungen	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Steuererstattungsansprüche	0,4	2,0	5,9	0,0	0,0	0,0
in % der Bilanzsumme	0,4%	1,3%	3,1%	0,0%	0,0%	0,0%
Sonstige Vermögenswerte	1,4	5,1	2,8	2,8	2,8	2,8
in % der Bilanzsumme	1,5%	3,3%	1,4%	1,3%	0,9%	0,7%
Summe Aktiva	94,3	155,3	190,6	216,0	302,2	415,0
Passiva						
Eigenkapital	19,5	59,2	64,5	57,4	62,9	71,1
in % der Bilanzsumme	20,6%	38,1%	33,8%	26,6%	20,8%	17,1%
Versicherungstechnische Rückstellungen (brutto)	46,8	56,2	68,6	92,1	143,8	208,0
in % der Bilanzsumme	49,7%	36,2%	36,0%	42,7%	47,6%	50,1%
Beitragsüberträge	4,3	2,5	3,0	5,9	7,9	9,6
Deckungsrückstellungen	30,9	42,6	51,1	65,8	104,6	153,6
Rückstellungen für noch nicht abgewickelte Versicherungsfälle	10,7	10,3	13,0	18,9	29,8	43,4
Übrige versicherungstechnische Rückstellungen	0,8	0,9	1,5	1,5	1,5	1,5
Sonstige Rücklagen	0,5	0,9	5,4	5,4	5,4	5,4
in % der Bilanzsumme	0,5%	0,6%	2,9%	2,5%	1,8%	1,3%
Verbindlichkeiten aus dem selbst abgeschlossenen Versicherungsgeschäft	26,0	37,9	48,2	57,2	89,5	129,9
in % der Bilanzsumme	27,6%	24,4%	25,3%	26,5%	29,6%	31,3%
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	56,1	88,4	128,8
Steuerschuld	1,5	1,2	3,8	3,8	0,6	0,6
in % der Bilanzsumme	1,6%	0,7%	2,0%	1,8%	0,2%	0,1%
Summe Passiva	94,3	155,3	190,6	216,0	302,2	415,0

Quelle: DFV Deutsche Familienversicherung AG, FMR

Kapitalflussrechnung

IFRS Mio.EUR	2017	2018	2019	2020e	2021e	2022e
Periodenergebnis vor außerordentlichen Posten	1,5	-3,3	-2,1	-7,1	5,5	8,1
Veränderung der versicherungstechnischen Netto-Rückstellungen	2,7	3,8	6,9	5,9	12,4	15,5
Veränderung der Depotforderungen und -verbindlichkeiten sowie der Abrechnungsforderungen und -verbindlichkeiten	11,0	6,1	10,4	8,9	32,3	40,4
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	5,9	-3,3	0,0
Sonstige zahlungsunwirksame Aufwendungen und Erträge	1,6	3,0	-1,9	1,0	1,1	1,2
Cashflow aus der laufenden Geschäftstätigkeit	16,6	6,6	14,3	14,6	48,1	65,2
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	-16,3	-45,8	-57,3
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
Cashflow aus Investitionstätigkeit	-15,8	-48,7	-25,0	-16,3	-45,8	-57,3
Einzahlungen aus Eigenkapitalzuführungen	0,0	45,6	6,1	0,0	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
Cashflow aus Finanzierungstätigkeit	0,0	45,6	5,4	0,0	0,0	0,0
Veränderung des Finanzmittelbestandes	0,9	3,5	-5,3	-1,7	2,2	7,9
Finanzmittelfonds am Anfang der Periode	4,7	5,5	9,0	3,8	2,1	4,3
Finanzmittelbestand am Ende der Periode	5,5	9,0	3,8	2,1	4,3	12,2

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: 26.06.2020,
- 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
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

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.