

Enterprise Holdings

Reuters: E0HA.DE

Bloomberg: E0HA:GR

ISIN: DE000A1ZWPT5

WKN: A1ZWPT

Begebung einer Folgeanleihe

White Label-Versicherung mit Nischenstrategie

Kerngeschäft von Enterprise Holdings Ltd. mit Sitz in Gibraltar ist das Underwriting von Sach- und Unfallversicherungen, die anschließend von unabhängigen Partnern vertrieben und administriert werden. Der Fokus liegt auf hochprofitablen Nischen wie Auto- (Haftpflicht-, Taxi-, Vollkasko- oder GAP-Versicherungen), Gewährleistungs-, Rechtsschutz- und Mietkautionsversicherungen in Märkten, die durch hohe Markteintrittsbarrieren und einer niedrigen Wettbewerbsintensität charakterisiert sind.

Begebung einer Folgeanleihe

Enterprise Holdings plant die Begebung einer Folgeanleihe mit einem Volumen von bis zu EUR 85,0 Mio. am Entry Standard der Frankfurter Wertpapierbörse. Mit einer Nominalverzinsung von 7,0% bei einem Creditreform-Rating von BBB+ weist die Folgeanleihe aus unserer Sicht eine im Peergroup-Vergleich der bonitätsstärksten Mittelstandsanleihen sehr attraktive Effektivverzinsung auf. Mit einer Limitation of Asset Sale-Klausel, speziellen Gewinnverwendungsvorschriften, einer Ausschüttungssperre, Negativverpflichtung, Change of Control und einer Cross Default-Klausel (EUR 5,0 Mio.) reichen auch die Covenants weit über die üblichen Marktstandards hinaus. Überdies wird Enterprise Holdings zukünftig auf freiwilliger Basis Quartalszahlen veröffentlichen.

Mittelverwendung

Die Emission besteht aus einem Umtauschangebot an die Gläubiger der Erstanleihe (ISIN DE000A1G9AQ4) im Volumen von bis zu EUR 35,0 Mio. zum Rückzahlungskurs von 102,00 sowie einem neu zu platzierenden Betrag im Volumen von bis zu EUR 50,0 Mio. Dieser ist laut Prospekt zur Finanzierung des organischen Wachstums vorgesehen. Da Versicherungen verpflichtet sind, 24,0% der geschriebenen Bruttoprämien mit Eigenkapital zu unterlegen, wäre es Enterprise Holdings rechnerisch möglich, zusätzliche Versicherungen im Volumen von bis zu EUR ~208 Mio. zu schreiben. Geplant ist ferner, die Rückversicherungsquoten von derzeit 43,1% auf bis zu 25,0% zurückzuführen; darüber hinaus könnten auch vereinzelt Übernahmen durchgeführt werden.

Prognose 2014/15e

In den vergangenen fünf Jahren konnte Enterprise Holdings eine CAGR der gebuchten Bruttoprämien von 73,4% vorlegen. Basisbedingt rechnen wir für die kommenden drei Jahre zwar mit einer Verlangsamung des Wachstums, erwarten jedoch mit einer CAGR von 14,0% weiterhin zweistellige Zuwachsraten. Nach der Internalisierung der Schadenabteilung Anfang des vergangenen Jahres rechnen wir ab diesem Geschäftsjahr wieder mit deutlich zweistelligen Wachstumsraten des versicherungstechnischen Ergebnisses.

Schwächen und Risiken

Schwächen sehen u. a. wir **(1)** im fehlenden direkten Kundenzugang, **(2)** in den adressierten Marktgrößen, **(3)** der Abhängigkeit von Schlüsselpersonen sowie **(4)** einer Fristen-Inkongruenz aus der Duration der Finanzanlagen und der Laufzeit der Versicherungsverträge.

Credit Research

Kurs: 100,00%

Effektivverzinsung: 7,00% bei Zeichnung

Aktuelles Unternehmens-Rating: n/a

Aktuelles Anleihe-Rating: BBB+ (Creditreform)

Handelssegment: Entry Standard für Anleihen

Nominalzins: 7,00%

Anleihevolumen: bis zu EUR 85,0 Mio.

davon platziert: n/a.

Öffentliches Angebot: 19.03.2015-26.03.2015

Tag der Emission: 30.03.2015

Laufzeitende: 30.03.2020

Zinszahlungen: Jährlich am 30.03.

Valuta: 30.03.2015

GBP Mio. (31/03)	12/13	13/14	14/15e	15/16e
Bruttoprämien	134,8	152,7	147,0	179,3
Nettoprämien	77,3	87,0	80,7	114,6
Verdiente Beiträge	68,0	81,0	77,7	111,2
Vers.-techn. Erg.	-0,7	9,3	11,8	20,3
Erg. aus Kap.-anl.	0,6	1,6	3,5	4,8
EBT	-12,6	-5,2	0,8	8,6
EAT	-12,8	-5,8	0,7	7,7

YoY (%)	12/13	13/14	14/15e	15/16e
Bruttoprämien	n/a	13,3%	-3,8%	22,0%
Nettoprämien	n/a	12,5%	-7,2%	42,1%
Verdiente Beiträge	n/a	19,2%	-4,2%	43,1%
Vers.-techn. Erg.	n/a	n/a	26,4%	72,6%
Erg. aus Kap.-anl.	n/a	178,4%	118,9%	39,7%
EBT	n/a	-58,9%	n/a	n/a
EAT	n/a	-54,6%	n/a	n/a

GBP Mio.	12/13	13/14	14/15e	15/16e
Finanzinvestitionen	22,3	40,1	90,1	90,1
Eigenkapital	-4,0	-9,8	-9,1	-1,4
Eigenkapitalquote	-2,4%	-5,2%	-3,8%	-0,5%

x	12/13	13/14	14/15e	15/16e
Beiträge/EK	-19,3	-8,9	-8,2	-80,1
Deckungsgrad (%)	143,9	159,0	191,4	156,0
Leverage (netto)	-142,7	-32,5	-41,8	244,9
Leverage (brutto)	-177,4	-40,2	-50,9	293,8
Liquiditätsquote (%)	33,2	30,4	29,5	43,3
Schadenreserv. (%)	-238,7	-212,7	-208,7	-187,2

QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL PROGNOSEN

Peter Thilo Hasler, CEFA

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

peter-thilo.hasler@sphene-capital.de

Susanne Hasler, CFA

+49 (89) 74443558 / +49 (176) 24605266

susanne.hasler@sphene-capital.de

Inhaltsverzeichnis

Executive Summary.....	3
Business Profile.....	4
Analyse der Entry Standard DVFA-Kennzahlen	6
Analyse und Bewertung der Zweitanleihe	8
White-Label-Nischenversicherung.....	13
Unternehmensgeschichte, Management und Strategie.....	21
Stärken und Schwächen, Chancen und Risiken.....	23
Prognose der Ergebnis- und Bilanzkennzahlen.....	26
Gewinn- und Verlustrechnung	34
Bilanz.....	36
Bilanz (Normalisierte Fassung).....	38
Cashflow-Statement	40
Segmente	42
Auf einen Blick I.....	44
Auf einen Blick II.....	46
DVFA-Kennzahlen.....	48
Überblick über die Anleihebedingungen: Erstanleihe	50
Überblick über die Anleihebedingungen: Folgeanleihe.....	51
Disclaimer.....	50

Executive Summary

White Label-Versicherungsboutique in profitablen Nischenmärkten

Enterprise Holdings ist in ausgewählten Nischenmärkten tätig, die – bedingt durch die geringe Größe und die hohe Spezialisierung – 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. Versicherungsgagenten und -maklern, Clubs, Affinity Groups und großen Unternehmen. Diese übernehmen vollständig die Administration der Policen, während sich Enterprise Holdings auf die eigenen Kernkompetenzen, die Risikobewertung und das Underwriting der Versicherungen und seit verganginem Jahr auch auf die Abwicklung von Schadenfällen insbesondere im Kfz-Bereich konzentriert. In Verbindung mit einem neuen Underwriting-Prozess werden für das laufende und das kommende Jahr erhebliche Kosteneinsparungen und deutlich positive Ergebniseffekte erwartet.

Folgeanleihe mit höchst attraktivem Kupon und zahlreichen Covenants

Enterprise Holdings plant die Begebung einer Folgeanleihe mit einem Volumen von bis zu EUR 85,0 Mio. und einer Nominalverzinsung von 7,0% bei einem Creditreform-Rating von BBB+. Mit einer Limitation of Asset Sale-Klausel, speziellen Gewinnverwendungsvorschriften, einer Ausschüttungssperre, einer Negativverpflichtung, Change of Control- und einer Cross Default-Klausel (mit einer Schwelle von EUR 5,0 Mio.) ist die Anleihe aus unserer Sicht ausgesprochen gläubigerfreundlich ausgestattet.

Mittelverwendung

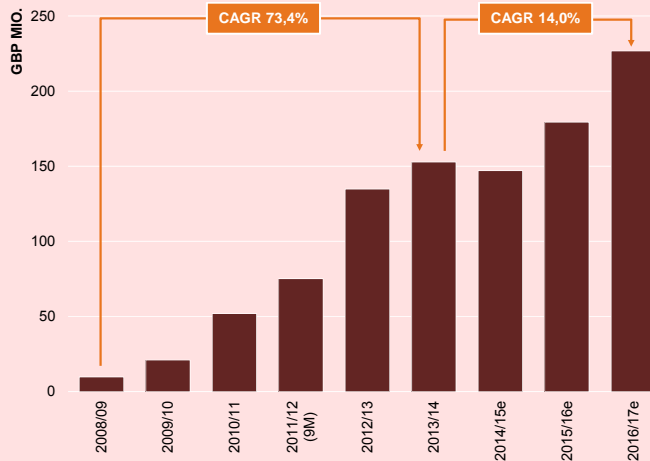
Die Emission setzt sich zusammen aus dem neu zu platzierenden Betrag von bis zu EUR 50,0 Mio. und einem Umtauschangebot an die Gläubiger der Erstanleihe (ISIN DE000A1G9AQ4) in Höhe von bis zu EUR 35,0 Mio. Enterprise Holdings wird nur Zeichnungen bis zur Höhe des neu zu platzierenden Betrages annehmen und zwar unabhängig davon, ob das Umtauschangebot für die Erstanleihe mit dem Betrag von EUR 35,0 Mio. noch aussteht. Die vereinnahmten EUR 50,0 Mio. sollen vorwiegend für organische Wachstumszwecke verwendet werden. So sind Versicherungsunternehmen gemäß der seit 2013 geltenden Solvency II-Regelung verpflichtet, 24,0% der geschriebenen Bruttoprämien mit Eigenkapital zu unterlegen. Rein rechnerisch ist es Enterprise Holdings durch die Anleiheemission also möglich, zusätzliche Versicherungen im Volumen von ca. EUR ~208 Mio. zu schreiben. Diese Mittelverwendung unterscheidet Enterprise Holdings von klassischen Industrie- oder Immobilienunternehmen, da die eingeworbenen Mittel in diesem Fall keiner operativen Verwendung i. e. S. zugeführt werden, sondern als Haftungskapital in der Bilanz verbleiben. Unseres Erachtens bedeutet diese Art der Mittelverwendung für den Gläubiger im Vergleich zu anderen Mittelstandsanleihen eine relativ hohe Tilgungssicherheit. Darüber hinaus sollen die eingeworbenen Mittel dazu verwendet werden, die Rückversicherungsquoten sukzessive derzeit 43,1% auf bis zu 25,0% zurückzuführen. Laut Angaben des Managements könnten mit den Anleihemitteln auch vereinzelte Übernahmen getätigt werden.

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.

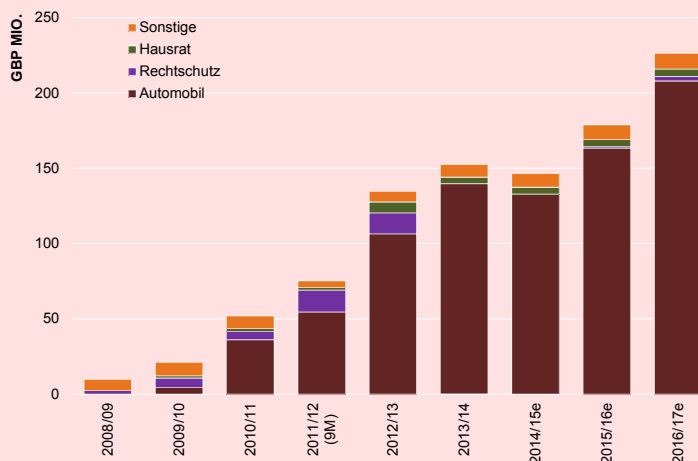
Business Profile

GEBUCHTE BRUTTOPRÄMIEN UND WACHSTUM



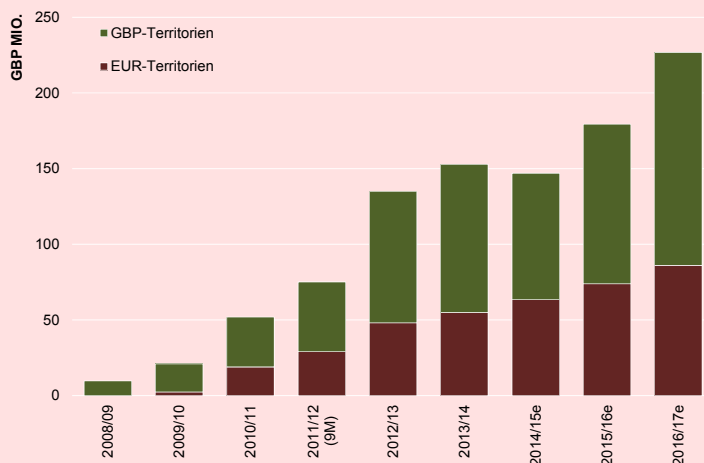
In den vergangenen fünf Jahren konnte Enterprise Holdings durch durchschnittliche jährliche Wachstumsraten der gebuchten Bruttoprämien von 73,4% erzielen. Wir modellieren bis zum Ende unseres Prognosehorizonts 2016/17e ein durchschnittliches jährliches Wachstum der Bruttoprämien in Höhe von 14,0%.

GEBUCHTE BRUTTOPRÄMIEN NACH SEGMENTEN



Im vergangenen Geschäftsjahr 2013/14 (31.03.) waren Autoversicherungen für 91,5% der gesamten Bruttoprämien verantwortlich, Hausratversicherungen für 2,9% und sonstige Versicherungen für 5,5% des gesamten Bruttoprämienvolumens.

GEBUCHTE BRUTTOPRÄMIEN NACH REGIONEN

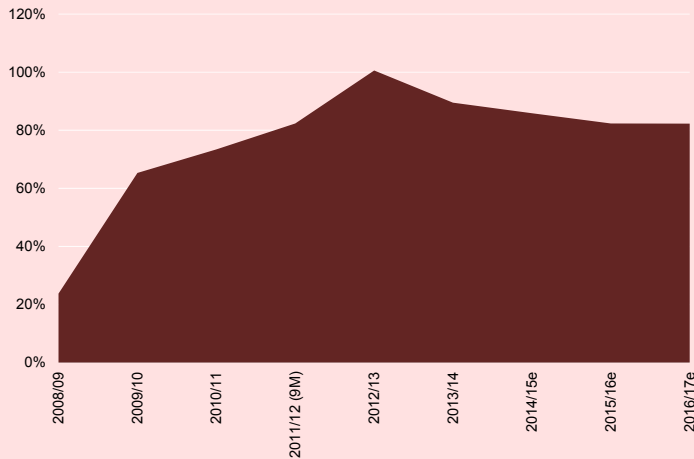


Der geplante Einstieg in die Vereinigten Arabischen Emirate dürfte die Abhängigkeiten von der Euro- und der GBP-Zone sukzessive verringern. Da der genaue Zeitpunkt des Beginns der Geschäftsbeziehungen nicht prognostiziert werden kann, haben wir derzeit keine Erlöse aus den VAE modelliert.

QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL PROGNOSEN

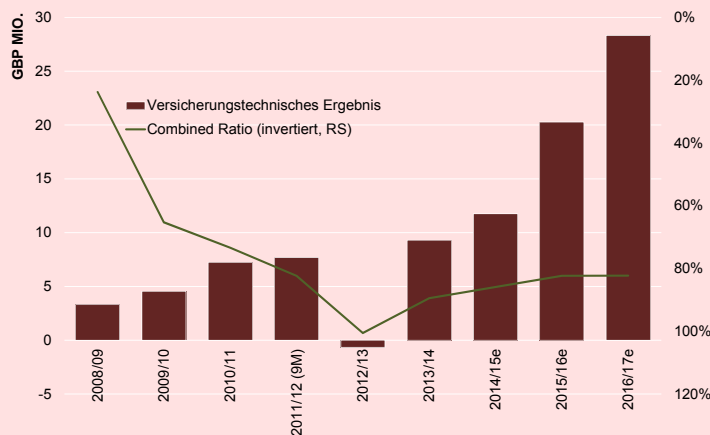
Business Profile (Forts.)

COMBINED RATIO



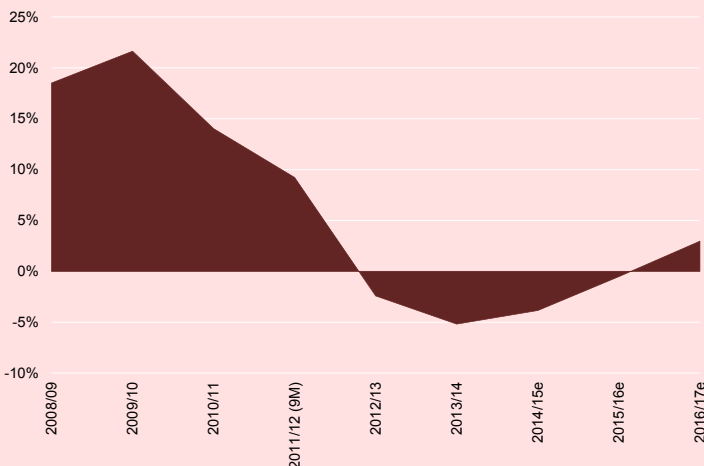
Die Combined Ratio als Summe aus Schadenquote und Kostenquote lag im letzten Geschäftsjahr bei 89,5%. Grundsätzlich verspricht das Geschäftsmodell hohe Margen, die wir in Zukunft auch erwarten.

VERSICHERUNGSTECHNISCHES ERGEBNIS



Erstmals seit Unternehmensgründung ging im Jahr 2012/13 das versicherungstechnische Ergebnis zurück. Die Neubewertung der Schadenrückstellungen war nach u. E. ein einmaliger Effekt, bereits im darauffolgenden Jahr konnte Enterprise Holdings wieder auf den ursprünglichen Wachstumskurs zurückkehren.

EIGENKAPITALQUOTE

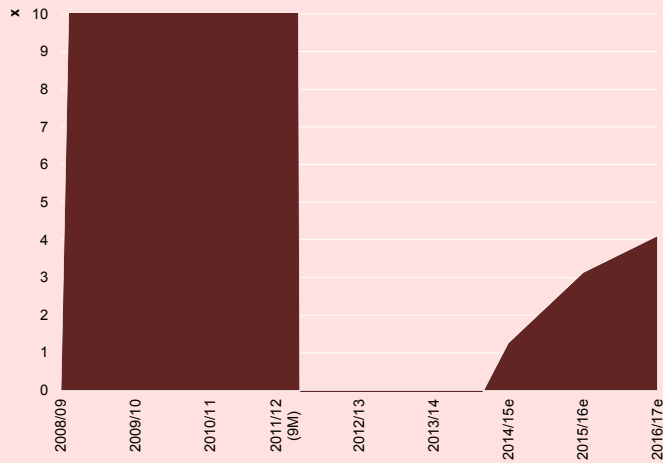


Bedingt durch den starken Anstieg der Bruttoprämien und aufgrund des Verlustes in 2012/13 war die Eigenkapitalquote negativ. Durch das erwartete Prämienwachstum und die Thesaurierung der Erträge wird sie in den folgenden Jahren nach u. E. wieder sukzessive ansteigen.

QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL PROGNOSEN

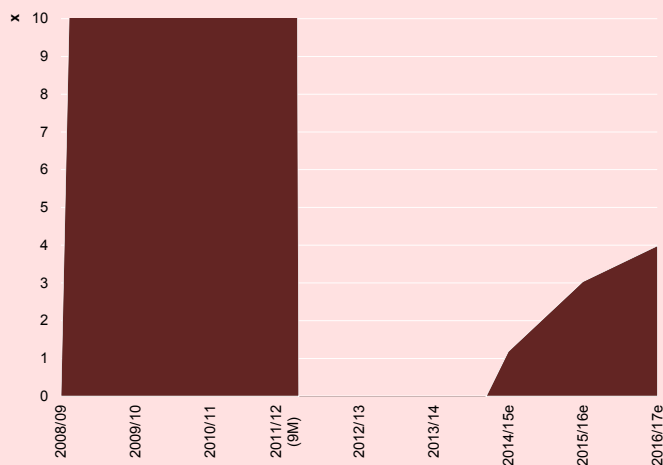
Analyse der Entry Standard DVFA-Kennzahlen

KAPITALDIENSTDECKUNG: ZINSDECKUNGSGRAD (EBITDA-ICR)



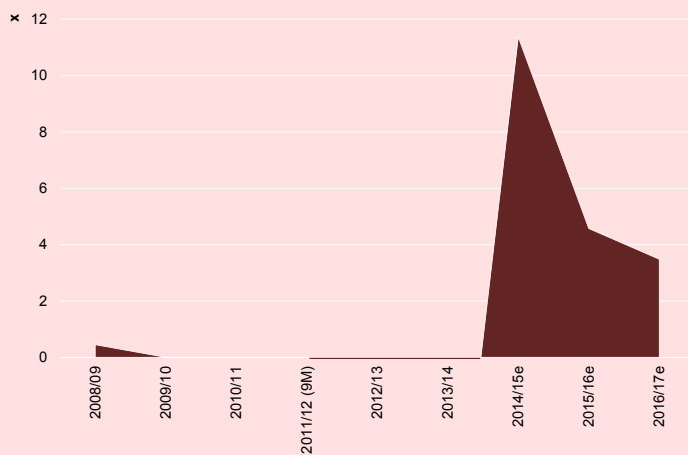
Das Verhältnis von EBITDA zu Zinsaufwand war in den vergangenen beiden Jahren im negativen Bereich. Trotz der Begebung der Folgeanleihe wird der Zinsdeckungsgrad nach u. E. 2014/15e auf 1,26x ansteigen. Für die nachfolgenden Jahre rechnen wir mit einem Anstieg bis auf 4,11x (2016/17e).

KAPITALDIENSTDECKUNG: ZINSDECKUNGSGRAD (EBIT-ICR)



Dementsprechend lag auch das Verhältnis von EBIT zu Zinsaufwand im vergangenen Jahr im negativen Bereich. Auch unter Einbeziehung der höheren Verschuldung aus der Begebung der Folgeanleihe wird der EBIT-Zinsdeckungsgrad nach u. E. im laufenden Jahr auf 1,18x ansteigen. Für die nachfolgenden Jahre rechnen wir mit einem Anstieg bis auf 3,98x (2016/17e).

VERSCHULDUNGSGRAD: BRUTTOVERSCHULDUNG/EBITDA

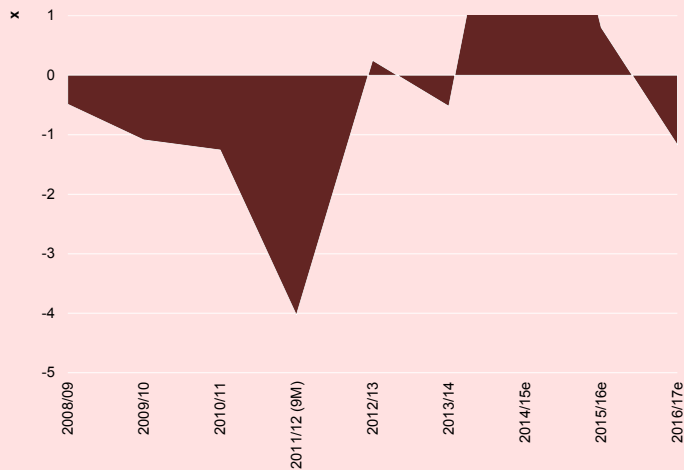


Das Verhältnis von Finanzverbindlichkeiten zu EBITDA unterstützt die Einschätzung, wonach Enterprise Holdings die Anleihe aus den bis 2019/20e erwirtschafteten Cashflows sowie den dann freien KK-Linien zurückzahlen kann.

QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL PROGNOSEN

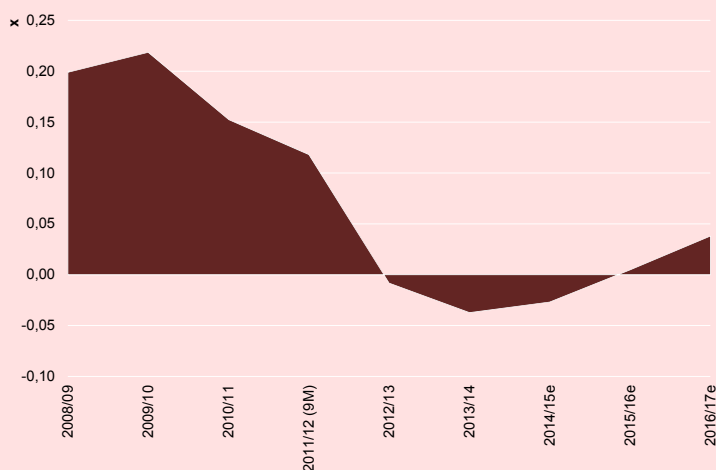
Analyse der Entry Standard DVFA-Kennzahlen (Forts.)

VERSCHULDUNGSGRAD: NETTOVERSCHULDUNG/EBITDA



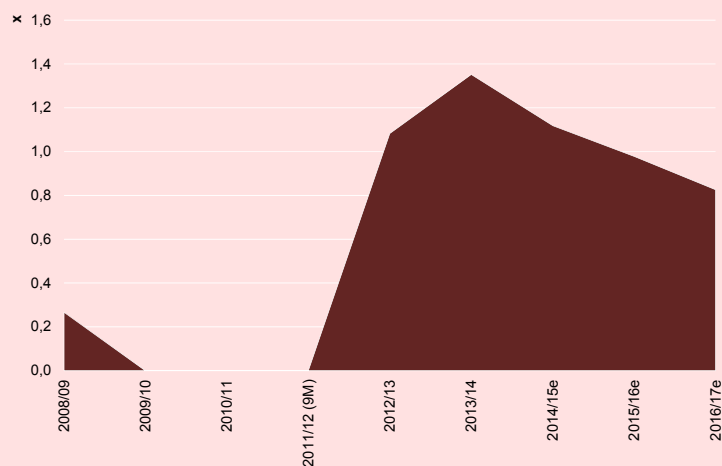
Wir rechnen damit, dass Enterprise Holdings zu Ende unserer Detailplanungsphase 2017/18e eine Nettofinanzposition von GBP 20,2 Mio. aufweisen wird. Das Verhältnis aus Nettoverschuldung zu EBITDA wird 2016/17e bei -1,17x erwartet.

KAPITALSTRUKTUR: RISK BEARING CAPITAL



Das Verhältnis aus Haftmittel zu modifizierter Bilanzsumme (Risk Bearing Capital) steigt im Prognosezeitraum sukzessive bis auf rund 0,04x an.

KAPITALSTRUKTUR: TOTAL DEBT TO CAPITAL-RATIO



Parallel dazu wird sich das Verhältnis aus Gesamtverschuldung zu modifizierter Bilanzsumme im Prognosezeitraum nach unserer Einschätzung sukzessive bis auf rund 0,83x verringern

QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL PROGNOSEN

Analyse und Bewertung der Zweitanleihe

Enterprise Holdings plant die Begebung einer Zweitanleihe mit einem Volumen von bis zu EUR 85,0 Mio. Mit einer Nominalverzinsung von 7,0% bei einem bestätigten Creditreform-Rating von BBB+ weist die Folgeanleihe nach u. E. eine im Peergroup-Vergleich der bonitätsstärksten Mittelstandsanleihen sehr attraktive Effektivverzinsung auf. Mit einer Limitation of Asset Sale-Klausel, speziellen Gewinnverwendungsvorschriften, einer Ausschüttungssperre, Negativverpflichtung, Change of Control- und einer Cross Default-Klausel (EUR 5,0 Mio.) reichen die Covenants über die bislang üblichen Marktstandards hinaus.

Begebung einer Folgeanleihe

Enterprise Holdings mit Sitz in Gibraltar begibt eine Folgeanleihe am Entry Standard der Frankfurter Wertpapierbörse. Die Stammdaten und Anleihebedingungen der Enterprise Holdings-Anleihe sind in nachstehender Tabelle 1 zusammengefasst:

TABELLE 1: ÜBERBLICK ÜBER DIE ANLEIHEBEDINGUNGEN DER ZWEITANLEIHE

Emittentin	Enterprise Holdings Holdings Ltd. (GBR)
Emissionsvolumen	Bis zu EUR 85,0 Mio.
Stückelung	EUR 1.000,00
Laufzeit	30.03.2015-30.03.2020 (5 Jahre)
Valuta	30.03.2015
Kupon	7,00%
Zinszahlungstermin	Jährlich am 30.03.
Emittentenrating (Creditreform)	n/a
Emissionsrating	BBB+
Status	Nicht nachrangig
Besicherung	Nicht besichert
Garantien	-
Mittelverwendung	Organisches Wachstum Externes Wachstum Umtauschangebot für Gläubiger der Erstanleihe Gewinnverwendungsvorschrift: Monatlich 10% der jährlichen Zinszahlungen auf Sonderkonto
Covenants	Ausschüttungssperre Limitation of Asset Sale Negativverpflichtung Change of Control Cross Default (EUR 5,0 Mio.)
Sonderrechte der Anleihegläubiger	-
Ausgabekurs	100,0%
Rückzahlungskurs	100,0%
Vorzeitiges Kündigungsrecht Emittentin (Call)	-
Vorzeitiges Kündigungsrecht Gläubiger (Put)	Bei Verletzung der Covenants
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	DE000A1ZWPT5
WKN	A1ZWPT

QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL

Emissionsratings der Zwanlele von BBB+

Ende August 2014 wurde das Emissionsrating der Erstanlele von A- durch Creditreform bestätigt. Die Zwanlele wurde nun von Creditreform mit BBB+ eingestuft. Ein Emissionsrating von BBB+ bescheinigt der Anlele eine „gute Güte“ bei „geringem Anlagerisiko“. Die statistische Ausfallwahrscheinlichkeit eines Ratings im Bereich von BBB (BBB+, BBB und BBB-) wird von Creditreform auf Sicht von einem Jahr derzeit mit 0,35% angegeben, auf Sicht von drei Jahren liegt sie aktuell bei 1,00%. Bei einer stufengenauen Spezifizierung der Ausfallwahrscheinlichkeit ergibt sich für die Anlele von Enterprise Holdings hinsichtlich des Ratings von BBB+ eine Ausfallwahrscheinlichkeit innerhalb eines Jahres zwischen 0,05% und 0,35%.

TABELLE 2: AUSFALLWAHRSCHEINLICHKEITEN IN ABHÄNGIGKEIT VON DER RATINGKLASSE

	1 Jahr PD*	3 Jahre PD*	5 Jahre PD*
AAA	0,00%	0,05%	0,10%
AA	0,01%	0,12%	0,30%
A	0,05%	0,25%	0,50%
BBB	0,35%	1,00%	2,00%
BB	1,25%	6,00%	9,00%
B	5,00%	15,00%	20,00%
CCC			
CC	20,00%	32,50%	40,00%
C			
D	100,00%	100,00%	100,00%

*Ausfallwahrscheinlichkeit (probability of default)

QUELLE: CREDITREFORM, SPHENE CAPITAL

Eine der am besten gerateten Mittelstandsanleihen Deutschlands

Mit dieser Notation zählt auch die Zwanlele zu den am besten gerateten Mittelstandsanleihen in Deutschland. Seit der Konzeption der Mittelstandsanleihen im Jahre 2010 wurden insgesamt nur für die fünf Anleihen von Enterprise Holdings (Erstanlele), IPSAK, MS Deutschland, Hahn Immobilien-Beteiligungs AG und Stern Immobilien zum Zeitpunkt der Anleleemission ein Rating im A-Bereich vergeben. Mit Ausnahme von Enterprise Holdings konnten diese Ratingnoten im obligatorischen Folgerating nicht bestätigt werden:

Enterprise Holdings ist nur eines von nur zwei Unternehmen, dessen Folgerating das IBO-Rating im A-Bereich bestätigt hat.

TABELLE 3: RATINGHISTORIE VON MITTELSTANDSANLEIHEN IM A-BEREICH

	IBO-Rating (Emittent/Emission)	Aktuelles Rating (Emittent/Emission)
Enterprise Holdings I	- / A- (Creditreform)	- / A- (Creditreform)
Enterprise Holdings II	- / BBB+ (Creditreform)	- / -
Hahn Immobilien Beteiligungs	- / A- (Scope)	- / BBB- (Scope)
IPSAK	BB / A (Scope)	- / BBB (Scope)
MS Deutschland	CCC+ / A (Scope)	D / D (Feri)
Stern Immobilien	BB+ / A- (Scope)	- / BBB- (Scope)

QUELLE: CREDITREFORM, SPHENE CAPITAL

Laufzeit der Folgeanlele von fünf Jahren

Die **Gesamtlaufzeit** der Folgeanlele von fünf Jahren ist wenig überraschend, wurden doch bislang nur 25 (von insgesamt 127) Mittelstandsanleihen mit einer von fünf Jahren abweichenden Laufzeit begeben. Ein vorzeitiges Kündigungsrecht (Gläubiger Put) wie bei der Erstanlele steht den Gläubigern bei der Zwanlele nicht mehr zu.

Kein vorzeitiges Kündigungsrecht der Gläubiger

Attraktive Nominalverzinsung von 7,0%

Bezogen auf die **Effektivverzinsung** liegt die Enterprise Holdings-Folgeanlele mit einer Emissionsrendite von 7,00% deutlich über anderen, sogar schwächer gerateten Mittelstandsanleihen von BBB und selbst BBB-. Im Durchschnitt werden diese derzeit mit Effektivverzinsungen von 5,93% (A-) bzw. 4,99% (BBB+),

BBB und BBB-) gehandelt. Dass die Erstanleihe von Enterprise Holdings trotz besseren Ratings mit einem substantiellen Aufschlag gehandelt wird, ist aus unserer Sicht auf die geringe Reife des Marktes für Mittelstandsanleihen, aber auch auf das aktuelle, von Insolvenzen geprägte Marktumfeld zurückzuführen.

TABELLE 4: VERGLEICH VON EMITTENTEN MIT RATING IM A- UND BBB-BEREICH

Emittent	Emissionsrating	Emittentenrating	Kupon	Kurs	Rendite
Enterprise Holdings Ltd. I	A-	-	7,00%	103,00%	5,93%
Enterprise Holdings Ltd. II	BBB+	-	7,00%	n/a	n/a
Cloud No 7 GmbH	BBB	-	6,00%	103,00%	4,58%
GEWA 5 to 1 GmbH & Co. KG	BBB	-	6,50%	98,52%	6,50%
IPSAK	BBB	BB	6,75%	102,25%	6,18%
BioEnergie Taufkirchen GmbH & Co. KG	BBB-	-	6,50%	96,00%	7,42%
EYEMAXX Real Estate AG	BBB-	BB	7,50%	103,00%	5,13%
EYEMAXX Real Estate AG	BBB-	BB	7,75%	102,50%	6,90%
HAHN-Immobilien-Beteiligungs AG	BBB-	-	6,25%	106,00%	3,82%
Stern Immobilien AG	BBB-	-	6,25%	101,99%	5,54%
Bastei Lübbe GmbH & Co. KG	-	BBB+	6,75%	107,50%	1,90%
Helma Eigenheimbau AG	-	BBB	5,88%	106,90%	4,04%
SAF Holland AG	-	BBB	7,00%	113,75%	2,36%
Steilmann-Boecker Fashion Point GmbH & Co. KG	-	BBB	6,75%	101,25%	6,00%
Ferratum Capital Germany GmbH	-	BBB-	8,00%	105,20%	6,35%
KSW Immobilien GmbH & Co. KG	-	BBB-	6,50%	96,20%	7,53%
KTG Energie AG	-	BBB-	7,25%	104,00%	5,79%
Maschinenfabrik Spaichingen GmbH	-	BBB-	7,25%	105,33%	3,08%
MTU Aero Engines AG	-	BBB-	3,00%	104,96%	0,83%
Durchschnitt			6,60%		4,99%

QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL

Mit einer Limitation of Asset Sale-Klausel, einer besonderen Gewinnverwendungsvorschrift, einer Ausschüttungssperre, einer Negativverpflichtung, Change of Control und einer Cross Default-Klausel ist die Enterprise Holdings-Anleihe nach u. E. sehr gläubigerfreundlich ausgestaltet. Von besonderer Bedeutung ist jedoch die versicherungstypische Verwendung der durch die Anleiheemission vereinnahmten Liquidität: Als Erstversicherungsunternehmen ist Enterprise Holdings verpflichtet, in Abhängigkeit des Geschäftsumfangs und der damit verbundenen Risikolage freie, unbelastete Eigenmittel vorzuhalten und ein bestimmtes Risikoreserveniveau zu schaffen, das die Finanzierbarkeit von Verlusten gewährleistet und die dauerhafte Existenz des Versicherungsunternehmens sicherstellt. Um weitere Versicherungspolizen ausreichen zu können, wird Enterprise Holdings daher die eingeworbenen Mittel aus der Zwitteranleihe an die operative Tochtergesellschaft weiterreichen und damit die Grundlagen für weiteres Wachstum schaffen.

Die besondere Bedeutung des Eigenkapitals für Versicherungen

Von besonderer Bedeutung für Versicherungsunternehmen sind die regulatorischen Solvabilitätsvorschriften. Die Solvabilität beschreibt die grundsätzliche Fähigkeit eines Versicherungsunternehmens, die eigene Existenz und dauerhafte Erfüllbarkeit der eingegangenen Verpflichtungen durch eine ausreichende Eigenkapitalausstattung zu sichern. Sie wird von den Aufsichtsbehörden im Rahmen der Finanzaufsicht – hier der Financial Services Commission FSC (siehe auch www.fsc.gi) – überwacht.

Erstversicherungsunternehmen müssen in Abhängigkeit ihres Geschäftsumfangs und der damit verbundenen Risikolage freie, unbelastete Eigenmittel vorhalten, und ein bestimmtes Risikoreserveniveau schaffen, das die Finanzierbarkeit von Verlusten gewährleistet und die dauerhafte Existenz des Versicherungsunternehmens sicherstellt. Ist die aktuelle Eigenkapitalausstattung zu gering und droht die tatsächliche Solvabilität unter das Soll-Niveau zu sinken, sind Maßnahmen zu ergreifen, um die vorgeschriebenen Solvabilitätsvorschriften zu erfüllen. Denkbare Maßnahmen bestehen in einer Verringerung der Ausschüttung an die Aktionäre, der Aufnahme von Eigenkapital über eine Kapitaler-

höhung oder der Reduzierung der Soll-Solvabilität durch eine stärkere Inanspruchnahme der Rückversicherungsbeziehungen.

Die Verwendung der Anleihemittel ...

Wie bei der Erstanleihe ist auch bei der Folgeanleihe vorgesehen, den Emissionserlös der Anleihe zur Stärkung der Kapitalbasis der operativen Versicherungstochter Enterprise Insurance Company plc zu nutzen und damit zusätzliches Neugeschäft auf die eigenen Bücher nehmen zu können. Denn durch die seit 2013 geltende Solvency II-Regelung sind Versicherungsunternehmen verpflichtet, ihre Kapitalunterlegung regelmäßig zu überprüfen. Der Standardsatz der geforderten Kapitalunterlegung beträgt aktuell 24,0% der geschriebenen Bruttoprämien. Durch die Anleiheemission ist es Enterprise Holdings nach Tilgung der Erstanleihe also rechnerisch möglich, zusätzliche Versicherungen im Volumen von bis zu EUR 208,0 Mio. zu schreiben.

Solvency II-Regelungen und Nutzung des Emissionserlöses als Haftungskapital

Diese Mittelverwendung unterscheidet Enterprise Holdings von allen anderen Unternehmen, die bislang eine Mittelstandsanleihe begeben haben, insofern als die eingeworbenen Mittel keiner operativen Verwendung im engeren Sinne zugeführt werden, sondern als Haftungskapital in der Bilanz verbleiben. Aus unserer Sicht bedeutet diese Art der Mittelverwendung für den Gläubiger der Anleihe im Vergleich zu anderen börsennotierten Mittelstandsanleihen eine relativ hohe Tilgungssicherheit.

... bringt aus unserer Sicht eine reduzierte Risikoposition der Anleihezeichner mit sich

Damit unterscheidet sich die Risikoposition der Anleger sowohl durch den oben beschriebenen Mechanismus der Eigenkapitaleinlage bei der operativen Tochter als auch durch das generelle Geschäftsmodell von Enterprise Holdings stark von der Risikoposition eines Anlegers in einen klassischen Industriebetrieb. Der Erlös wird nicht in mittel- bis langfristige und stets risikobehaftete Projekte (z. B. den Bau einer neuen Fabrik oder die Finanzierung einer Akquisition) investiert, sondern auf das Konto einer bestehenden operativen Tochter transferiert. Dort wird er zusammen mit den sonstigen Kapitalanlagen des Konzerns konservativ in liquide Finanzinvestments (ausschließlich Corporate Bonds bester Bonität) angelegt und dient als Risikopuffer für eventuell entstehende Verluste aus dem Versicherungsgeschäft. Das Kapital der Anleger wird also nicht konsumiert oder investiert.

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

Die elementare Bedeutung des Sonderkontos

Ein weiteres zentrales Element der Covenants ist, dass Enterprise Holdings monatlich 10% der jährlichen Zinszahlungen auf ein Sonderkonto überweist. Die eingezahlten Beträge sollen entsprechend der unternehmerischen Anlagepolitik in UK-Gilts oder in Unternehmensanleihen mit Investment Grade-Rating angelegt werden. Damit unterscheidet sich die Gewinnverwendung von der Erstanleihe, bei der die Emittentin noch die Hälfte des geschätzten monatlichen Nachsteuerergebnisses (gemäß Gibraltar GAAP) auf ein Sonderkonto überweisen muss, solange bis der auf dem Konto verfügbare Betrag dem Gesamtnennbetrag der Anleihe zuzüglich den jeweils noch fälligen Zinsen entspricht.

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

Die marktgängigen Covenants sind ebenfalls erfüllt

Darüber hinaus enthalten die Anleihebedingungen eine Negativverpflichtung und eine Ausschüttungssperre (restriction on payments), die die Emittentin verpflichtet, keine Ausschüttungen vorzunehmen, sofern diese die möglichen Zahlungen auf das Sonderkonto reduzieren könnten. Ebenfalls vorbildlich sind die Regelungen zum Limitation of Asset Sale, die es Enterprise Holdings verbieten, wesentliche Unternehmensteile während der Laufzeit der Anleihe zu verkaufen. Auch eine Change of Control-Klausel wurde in die Anleihebedingungen der Folgeanleihe aufgenommen, auf die Enterprise Holdings bei der Erstemission noch verzichtet hatte. Dies ist aus unserer Sicht auch darauf zurückzuführen, dass die Anleihe während ihrer Platzierung weniger als die meisten, bisher emittierten Mittelstandsanleihen an Privatanleger, Vermögensverwalter oder die eigenen Mitarbeiter adressiert werden soll, sondern vor allem an institutionelle Investoren im angelsächsischen Raum gerichtet ist.

Die Bereitschaft zu überdurchschnittlichen Covenants zeigt eine hohe Kapitalmarktaffinität des Managements.

Negativverpflichtung

Darüber hinaus ist die Anleihe mit einer Negativverpflichtung (Negative Pledge) versehen, wonach sich die Emittentin verpflichtet, nur unter bestimmten Voraussetzungen weitere Verbindlichkeiten einzugehen und anderen Gläubigern keine

oder nur unter bestimmten Bedingungen Sicherheiten zu gewähren, um eine Gleichbehandlung der Anleihegläubiger mit den anderen Gläubigern sicherzustellen. Ein Verstoß gegen die Negativverpflichtung lässt zwar die Wirksamkeit der Vereinbarungen mit den anderen Gläubigern grundsätzlich unberührt, zieht aber gegebenenfalls Kündigungsrechte und Schadensersatzansprüche der Anleihegläubiger nach sich.

TABELLE 5: VERGLEICH DER COVENANTS IM RATING-BEREICH A/BBB+/BBB

	Negative pledge	Change of Control	Limitation Asset Sale	Payment restriction	Gläubiger Put	Tap-Block	Cross Default
Rating-Notation A-							
Enterprise Holdings I	✓		✓	✓	✓		
Rating-Notation BBB+							
Bastei Lübbe	✓	✓					✓
Enterprise Holdings II	✓	✓	✓	✓			✓
Rating-Notation BBB							
Cloud No 7							
GEWA 5 to 1	✓			✓		✓	
Helma Eigenheimbau							
IPSAK	✓	✓					✓
SAF Holland	✓	✓					✓
Steilmann-Boecker							

QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL

Risiken aus der Holdingstruktur

Enterprise Holdings ist Muttergesellschaft der beiden Tochtergesellschaften 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 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.

Die Negativbeschränkungen für die Anleihe gelten insofern auch für die Tochtergesellschaften, als sich Enterprise Holdings verpflichtet, diese ebenfalls zu veranlassen, keine zukünftigen Sicherheiten an ihren Vermögensgegenständen zur Besicherung von gegenwärtigen bzw. künftigen Kapitalmarktverbindlichkeiten zu gewähren.

Eventuell können strukturelle Risiken aus der Holdingstruktur entstehen.

White-Label-Nischenversicherung

Kerngeschäft der in Gibraltar ansässigen Enterprise Holdings Ltd. ist das Underwriting von Sach- und Unfallversicherungen, die von externen und spezialisierten Partnern vertrieben und administriert werden. Dabei konzentriert sich das Unternehmen auf hochprofitable Nischenmärkte im Bereich von u. a. Automobilversicherungen (Haftpflicht-, Vollkasko-, Taxi-, GAP- und Selbstbehaltsversicherungen), aber auch von Gewährleistungs-, Rechtsschutz-, oder Mietkautionsversicherungen, und zwar bevorzugt in wenig wettbewerbsintensiven Märkten.

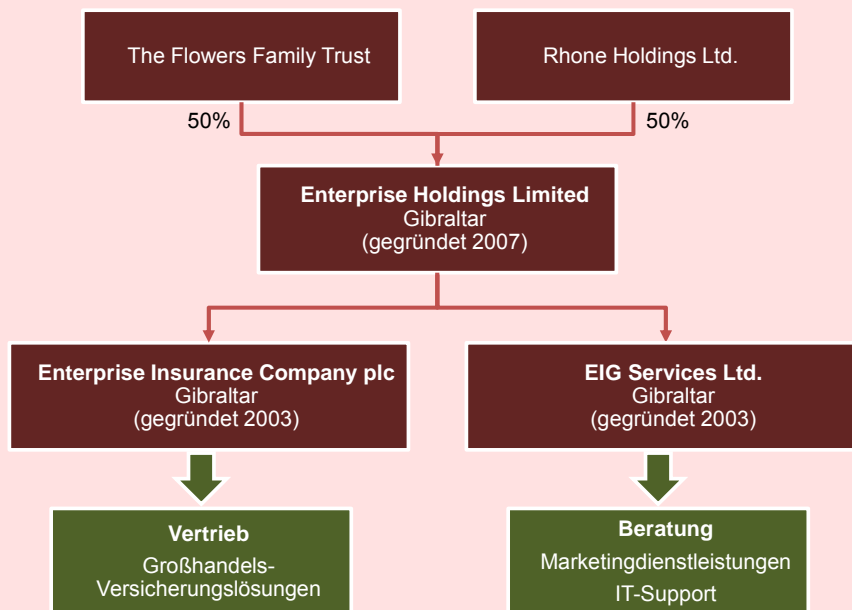
Stark skalierbares und gleichzeitig sehr profitables Geschäftsmodell

Die Märkte, in denen Enterprise Holdings aktiv ist, sind überwiegend hochprofitable Nischenmärkte, die – bedingt durch die geringe Größe und das benötigte besondere Know-how – von den etablierten und zumeist weltweit tätigen Versicherungskonzernen nicht bearbeitet werden (können). Dies führt nach u. E. zu einer signifikanten Reduktion der Wettbewerbsintensität.

Ausgewählte Nischenmärkte mit geringerer Wettbewerbsintensität

Zur Realisierung von Skaleneffekte arbeitet Enterprise Holdings im Vertrieb mit diversen Partnern zusammen, darunter Versicherungsagenten und -makler, Clubs, Affinity Groups und große Unternehmen. Da die Administration der Policen vollständig bei den Vertriebspartnern verbleibt, kann sich Enterprise Holdings auf seine Kernkompetenzen, die Risikobewertung und das Underwriting der Versicherungen, konzentrieren. Um eine schlanke Kostenstruktur zu erhalten, wird auch für eine Vielzahl administrativer Themen sowie die IT auf spezialisierte Outsourcing-Partner zurückgegriffen. Enterprise Holdings verfügt daher über ein skalierbares Geschäftsmodell mit niedriger Kostenbasis, mit dem in den jeweiligen Zielmärkten beachtliche Margen erzielt werden können.

ABBILDUNG 1: ORGANIGRAMM



Enterprise Holdings Ltd. ist das Mutterunternehmen zweier operativer Tochterunternehmen. Die Tochter Enterprise Insurance Company plc ist das durch die jeweiligen Aufsichtsbehörden regulierte Versicherungsunternehmen. Die EIG Services Ltd. erbringt administrative Dienstleistungen wie etwa Marketing- und IT-Services für die gesamte Gruppe. In Summe beschäftigt die Gruppe aktuell 48 Mitarbeiter.

QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL

Sechs verschiedene Produktgruppen

Enterprise Holdings bietet seinen Kunden aktuell folgende Versicherungsdienstleistungen an:

- ⑤ Haftpflicht-, Taxi- und Vollkaskoversicherungen für Automobile,
- ⑤ GAP-Versicherungen für Automobile („Guaranteed Asset Protection“),
- ⑤ Gewährleistungsversicherungen für Automobile, Möbel und Schmuck,

Verschiedene Produkte in ausgewählten Nischen

- ⑤ Mietkautionsversicherungen,
- ⑤ Selbstbehaltsversicherungen und
- ⑤ Rechtsschutzversicherungen.

Haftpflicht- und Vollkaskoversicherungen für Automobile

Mit einem Umsatzanteil von 91,5% (2013/14) bilden Kfz-Versicherungen den Schwerpunkt der Geschäftstätigkeit. Enterprise Holdings bietet über diverse Vertriebspartner, u. a. über „The AA“ und die „ELPA“, den britischen und griechischen Pendanten zum deutschen ADAC, Automobil-Haftpflicht- und -Vollkaskoversicherungen an. Tätigkeitsschwerpunkte sind dabei sog. Flottenversicherungen, d. h. Lösungen zur Versicherung größerer Fuhrparks, aber auch innovative Versicherungslösungen in kleinteiligen Nischenmärkten. Darunter fallen zum Beispiel Limousinen, die von Chauffeuren gefahren werden, Taxis, Caravans, Camping-Fahrzeuge, spezielle Allradfahrzeuge, Fahrschulfahrzeuge sowie Oldtimer.

Kfz-Versicherungslösungen für Flotten und Nischenmärkte

Um einen Einblick in die Mechanik der von Enterprise Holdings adressierten Nischenmärkte zu geben, sollen drei Beispiele etwas detaillierter vorgestellt werden:

⑤ Taxi-Versicherung für Selbstfahrer

Für gewöhnlich sind Taxi-Fahrer wegen ihrer hohen gefahrenen Kilometerleistung keine Wunschkandidaten einer Kfz-Versicherung. Anders Eigenfahrer, die auf ihr Taxi angewiesen sind. Sie sind grundsätzlich vorsichtigere Fahrer mit relativ geringem Unfallrisiko, was wiederum die Schadenquote für Enterprise Holdings reduziert. Ein vergleichbares Produkt stellen Oldtimer-Versicherungen dar.

⑤ Versicherung für Kunden mit schlechter Bonität ohne Zugang zu regulärem Versicherungsschutz (Beispiel Frankreich)

Nicht nur in Frankreich sind Automobilversicherungen an die Bonität der Kunden gebunden. Im Extremfall bilden sich Gruppen von nahezu unversicherbaren Autofahrern heraus. Allerdings kann es sich als eine höchst profitable Nische erweisen, diesen Kunden Versicherungsschutz zu einer dann jedoch deutlich höheren Prämie anzubieten. Langzeitrisiken können vermieden werden, indem Enterprise Holdings ein jährliches Kündigungsrecht eingeräumt wird.

⑤ Versicherung für Agenten und Mitarbeiter des britischen Geheimdienstes

Bei Abschluss einer Automobilversicherung ist in Großbritannien die Angabe des ausgeübten Berufes verpflichtend. Mitarbeitern des britischen Secret Service ist die Angabe ihrer beruflichen Tätigkeit jedoch teilweise aus Verschwiegenheitsgründen untersagt. Über einen speziellen Vermittler kann Enterprise Holdings diesem Personenkreis eine Versicherung anbieten. Da meist eine spezielle Fahrerausbildung Bestandteil der Berufsausbildung dieses Personenkreises ist, liegen die Schadenquoten laut Enterprise Holdings weit unter dem Landesdurchschnitt.

Die Laufzeiten der Automobilversicherungsverträge betragen bei Enterprise Holdings üblicherweise ein Jahr. Ungewollte Risiken können daher relativ zeitnah durch Enterprise Holdings aus den Büchern genommen werden. Dass dies nicht nur in der Theorie gilt, zeigen zwei im Vorjahr schwach performende Kfz-Versicherungen, die Enterprise Holdings zwischenzeitlich aus dem Produktangebot gestrichen hat. Geografisch ist das Automobilsegment auf Großbritannien, Frankreich, Griechenland und Italien verteilt, ländertypischen Besonderheiten wird über den spezifischen Zuschnitt der Produkte durch die Vertriebspartner Rechnung getragen.

GAP-Versicherungen für Automobile (Guaranteed Asset Protection)

In Deutschland sind GAP-Versicherungen ausschließlich in Verbindung mit Leasingverträgen bekannt: Liegt der im Falle eines Diebstahls oder Totalschadens von der Versicherung ermittelte Zeitwert des Fahrzeugs unterhalb der zu bezahlenden Restzahlung aus dem Leasingvertrag, wird diese Lücke durch eine sog. GAP-Versicherung überbrückt. Im Unterschied zu den von Enterprise Holdings angebotenen GAP-Versicherungen ist dieser Zusatzschutz in Deutschland mit einer bestehenden Vollkaskoversicherung verknüpft und kann zudem in der

Ersatz des Anschaffungswertes bei Diebstahl oder Totalschaden

Regel nur für Leasingfahrzeuge oder Neuwagen abgeschlossen werden.

Enterprise Holdings bietet demgegenüber für Automobile, Motorräder und Wohnmobile einen vergleichbaren Schutz als Zusatzversicherung an, unabhängig davon, bei welchem Versicherer eine Vollkasko-Versicherung besteht (ein Nachweis über das Bestehen einer solchen ist jedoch für den Kunden verpflichtend). Zum Abschlusszeitpunkt wird der aktuelle Zeitwert des Fahrzeugs nach dem Glass's Guide (analog der deutschen Schwacke-Liste) definiert. Tritt ein Versicherungsfall ein, wird dem Versicherten die Differenz zwischen dem von seiner Primärversicherung erstatteten Zeitwert und dem Wert zum Zeitpunkt des Versicherungsabschlusses erstattet. Ein Kunde von Enterprise Holdings erhält durch diese Zusatzversicherung die Garantie, in einem Schadens- oder Diebstahlsfall – unabhängig von der tatsächlichen Wertentwicklung des Fahrzeugs – entschädigt zu werden, was ihm die Anschaffung eines gleichwertigen Fahrzeugs ermöglicht.

Gewährleistungsversicherungen für Automobile, Möbel und Schmuck

Über diverse Vertriebspartner bietet Enterprise Holdings Versicherungen an, die Gewährleistungsansprüche nach Ablauf der gesetzlichen Gewährleistungsfrist abdecken oder höhere Gewährleistungsansprüche bieten, als diese entsprechend der gesetzlichen Regelungen gegeben wären. Dabei werden folgende Produktgruppen abgedeckt:

- ⑤ Automobile,
- ⑤ Möbel und
- ⑤ Schmuck.

Wie bei allen anderen Produktgruppen wird auch hier im Vertrieb auf externe Partner zurückgegriffen, für den Automobilbereich auf „The AA“ und den Broker „Motor Direct“, für Möbel und Schmuck u. a. auf das Handelsunternehmen AR-GOS. Im Automobilbereich kann die Gewährleistung individuell nach Kundenwünschen zusammengestellt werden, bei Möbeln und Schmuck können die angebotenen Versicherungsleistungen zu Paketen zusammengefasst werden, deren Prämien sich ausschließlich am Preis der zu versichernden Objekte orientieren. Da in beiden Fällen der Vertrieb der Policen zusammen mit dem Verkauf der jeweiligen Produkte erfolgt, hält sich der Mehraufwand der Vertriebspartner in Grenzen. Die Preissensitivität der Kunden ist, verglichen mit anderen Versicherungs-Teilmärkten, unterdurchschnittlich: Ein Käufer eines Regals bei AR-GOS, der für dieses Möbelstück eine zusätzliche Gewährleistungsversicherung abschließen möchte, wird in der Regel den vom Einzelhändler mit angebotenen Versicherungsschutz wählen. Ein intensiver Preisvergleich ist wenig praktikabel, ja letztlich sogar unmöglich.

Mietkautionsversicherungen

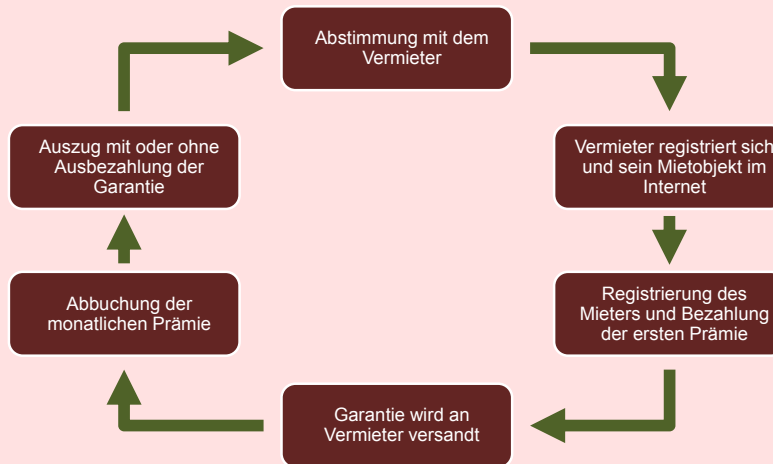
Auch wenn Mietkautionsversicherungen lediglich einen kleinen Geschäftsbebereich von Enterprise Holdings darstellen, lassen sich am Beispiel dieses Nischenmarktes sehr gut die typischen Markttreiber in den von Enterprise Holdings bearbeiteten Feldern aufzeigen. Kernidee einer Mietkautionsversicherung ist die Reduzierung der Kapitalbindung aus Sicht eines Mieters, die durch die Hinterlegung einer Mietkaution entsteht. Akzeptiert ein Vermieter anstelle der Kautionshinterlegung eine Bürgschaft durch die Versicherung, dann kann das übliche Verfahren einer Mietkaution durch ein Schuldversprechen von Enterprise Holdings ersetzt werden. Der Mieter zahlt im Gegenzug eine monatliche Prämie an die Versicherung. Sind bei einem Auszug vom Mieter zu verantwortende Mängel am Mietobjekt festzustellen, wird dem Vermieter der Schaden in Höhe der vereinbarten Garantiesumme ersetzt. Dies bedeutet nicht, dass sich der verursachende Mieter schadfrei halten kann; er ist vielmehr nach wie vor gegenüber der Versicherung zum Ersatz der entstandenen Kosten verpflichtet. Anders als vielleicht auf den ersten Blick zu vermuten, handelt es sich bei einer Mietkautionsversicherung also nicht um eine Absicherung selbstverursachter Schäden an einer Mietwohnung, sondern um eine Versicherungsgarantie, welche den sofortigen Kapitalaufwand des Mieters durch die Zahlung einer monatlichen Prämie ersetzt. Das Risiko für Enterprise Holdings liegt daher in der Bonität des Versicherungsnehmers im Fall eines Schadens. Ähnlich wie bei einem gewöhnlichen Konsumentenkredit lässt sich dieses Risiko jedoch durch die Ausgestaltung der Versicherungsbedingungen und die Bepreisung der erwarteten Ausfallraten gut kalkulieren. Für den Vermieter wiederum kann die Garantie

Über die gesetzliche Garantie hinausreichende Gewährleistung

Ähnlich wie in den anderen Produktsparten bedient sich Enterprise Holdings bei Mietkautionsversicherungen externer Vertriebspartner, z. B. Tenantdeposit.com, dem Internetangebot eines in Gibraltar ansässigen Brokerunternehmens namens Monitor Insurance Service.

durch eine Versicherung interessanter sein als die aufwendige Administration vieler Kautionskonten.

ABBILDUNG 2: ABLAUF EINER MIETKAUTIONSVERSICHERUNG



Nach Akzeptanz durch den Vermieter kann der Mieter die Hinterlegung einer Kautions durch die Zahlung einer monatlichen Prämie ersetzen. Der Vermieter bekommt im Gegenzug eine entsprechende Garantie durch Enterprise Holdings. Dennoch entsteht kein Moral-Hazard: Treten Schäden auf, ist der Mieter der Versicherung zum Ersatz verpflichtet.

QUELLE: SPHENE CAPITAL

Selbstbehaltsversicherungen

Hierbei handelt es sich um Zusatzversicherungen, die den Selbstbehalt einer Vollkaskoversicherung im Fall eines Totalschadens abdecken. Aus Sicht des Versicherers ist die Wahrscheinlichkeit eines Totalschadens gut prognostizierbar und ist zudem relativ gering. In den vergangenen Jahren hat Enterprise Holdings laut Angaben des Managements Schäden in Höhe von lediglich ca. 30% der Bruttoprämieinnahmen ausbezahlt. Der Abschluss einer Selbstbehaltsversicherung ist nie eine notwendige Absicherung, sondern lediglich eine (komfortable) Zusatzabsicherung, für die entsprechend hoch bepreiste Prämien verlangt werden können.

Versicherung greift nur im Fall eines Totalschadens, dieser tritt jedoch äußerst selten ein

Rechtsschutzversicherungen

Enterprise Holdings schreibt Rechtsschutzversicherungen mit den unterschiedlichsten Ausgestaltungen. Einer der bearbeiteten Märkte sind Rechtsschutzversicherungen innerhalb einer Reiseversicherung (Reiserücktritt, Reisekrankenversicherung etc.). Hierbei tritt Enterprise Holdings zwar nach außen als Versicherer auf, vertriebsseitig sind die Versicherungen jedoch nur einzelne Komponenten innerhalb eines Gesamtpaketes. Rechtsschutzversicherungspakete werden zum Beispiel über britische Anwälte vertrieben. Diese nutzen das Angebot von Enterprise Holdings zur Absatzfinanzierung. Durch einen Katalog von Kriterien und Regeln, wer und was versicherbar ist, sowie ein enges Monitoring und kurze Laufzeiten der Policen (in der Regel ein Jahr) wird eine Berechenbarkeit der Schadenhäufigkeiten sichergestellt.

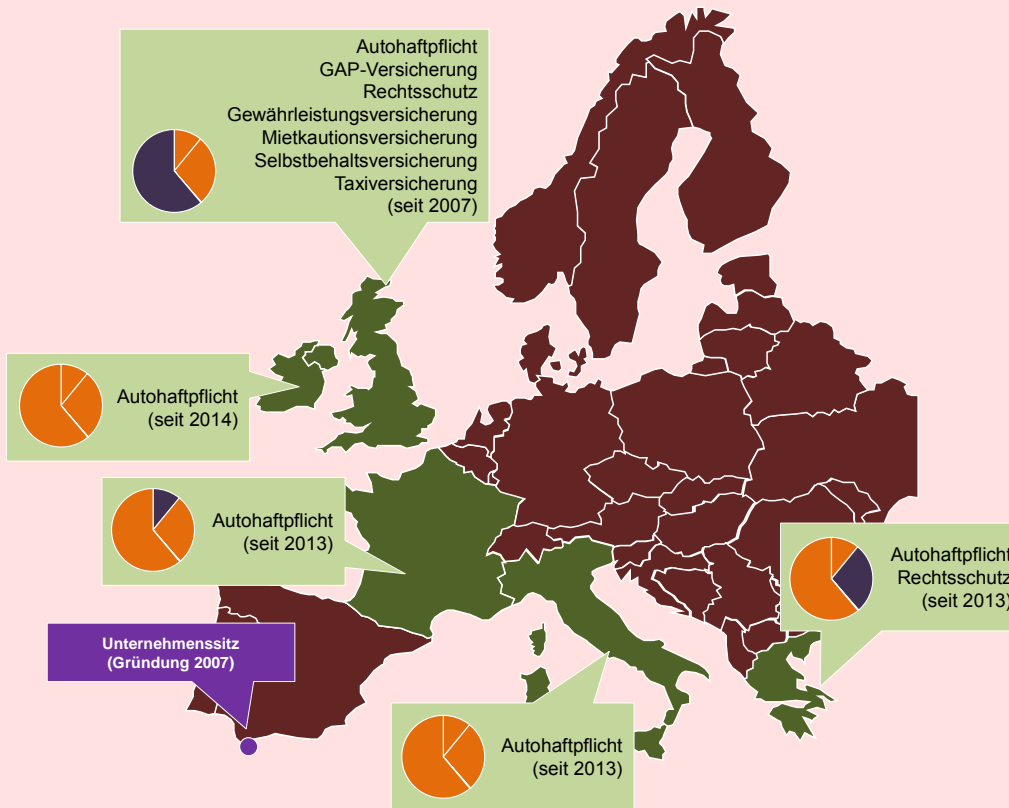
„Trittbrettfahrer“ eines Paketanbieters

Geographische Präsenz

Enterprise Holdings ist derzeit in fünf europäischen Ländern aktiv. Der Schwerpunkt des Geschäfts liegt in Großbritannien. Die Fokussierung auf das Kerngeschäft – das Underwriting und Management von Versicherungen und das Management der Schadenansprüche (Claims Handling) – 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, Österreich und Irland aktiv, hat sich aus diesen Märkten zwischenzeitlich jedoch wieder zurückgezogen.

Flexibler Roll-Out der Produkte in neuen Märkten

ABBILDUNG 3: GEOGRAPHISCHE PRÄSENZ UND UMSATZANTEILE



QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL

Gefüllte Pipeline

Enterprise Holdings hat in den vergangenen Monaten massiv an der Auftragspipeline gearbeitet. Innerhalb des kommenden Jahres rechnet das Unternehmen mit dem Abschluss von Aufträgen mit einem Bruttoprämienvolumen von GBP 115,0 Mio.:

TABELLE 6: VERSICHERUNGSPipeline (BRUTTOPRÄMIENEINNAHMEN)

	GBR Mio.
Großbritannien	41
Kfz	20
Taxi	10
Reise	8
Minibus	3
Griechenland	22
Marine	10
Car Recovery	6
Reisebusse	6
Italien	18
Kfz	15
Taxi	3
Frankreich	13
Chauffeur	10
Eigentum	3

QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN

TABELLE 6: VERSICHERUNGSPipeline (BRUTTOPRÄMIENEINNAHMEN, FORTS.)

	GBR Mio.
Irland	12
Kfz	10
Fahrräder	2
Europa	9
Sonstige	9
Summe	115

QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN

Zulassung durch Regulierungsbehörde in Gibraltar und Passporting

Die operative Tochter der Enterprise Holdings, Enterprise Insurance Company plc, ist durch die Aufsichtsbehörde in Gibraltar, die Financial Services Commission FSC reguliert. Aufgrund des Status Gibraltars als britisches Überseegebiet wird die Regulierung von der britischen Finanzaufsicht UK Financial Services Authority durch das sogenannte „Passporting“ anerkannt. In Gibraltar niedergelassene Versicherungsunternehmen besitzen dadurch Zugang zum EU-Binnenmarkt und können in allen Produktbereichen, für die eine Zulassung besteht, Geschäfte in allen EU-Mitgliedsstaaten betreiben.

Präsenz in allen EU-Staaten möglich

Aktuell besitzt Enterprise Holdings die Zulassung für das folgende Produktspektrum durch die FSC:

- ⑤ **Class 1:** Unfallversicherung
- ⑤ **Class 2:** Krankheit
- ⑤ **Class 3:** Fahrzeuge (zu Land, keine Schienenfahrzeuge)
- ⑤ **Class 7:** Speditionsgüter
- ⑤ **Class 8:** Feuer- und Naturschäden
- ⑤ **Class 9:** Sachversicherung
- ⑤ **Class 10:** Motorhaftpflicht
- ⑤ **Class 13:** Generelle Haftpflichtversicherung
- ⑤ **Class 16:** Diverse Vermögensschäden
- ⑤ **Class 17:** Rechtsschutz

In der Regel stellen die angebotenen Versicherungsprodukte eine Kombination aus den oben genannten Erlaubnisklassen dar.

Aufbau einer Schwestergesellschaft zur internen Schadenabwicklung

Die bedeutendste Aufwandsposition in einem Versicherungsunternehmen stellen die Aufwendungen für die Bruttoversicherungsleistungen dar. Diese ergeben sich aus der Konkretisierung des im Versicherungsvertrag abgegebenen Schutzversprechens und beinhalten in der Schaden- und Unfallversicherung die Auszahlungen für eingetretene versicherte Schäden. Die Prognose dieser Zahlungen unterliegt sowohl hinsichtlich der Eintrittszeitpunkte als auch hinsichtlich der Schadenhöhe erheblichen Unsicherheiten: Während bei einer Lebensversicherung zumindest feststeht, dass ein bestimmter Geldbetrag an den Versicherungsnehmer entrichtet werden muss, wobei lediglich der genaue Zeitpunkt des Leistungsanspruchs noch nicht feststeht, ist bei einer Schadenversicherung völlig ungewiss, ob und in welcher Höhe eine Auszahlung überhaupt zu erfolgen haben wird.

Allgemein sind Schadenquoten definiert als das Verhältnis zwischen den Aufwendungen für Versicherungsfälle (einschließlich dem Abwicklungsergebnis und den Schadenregulierungsaufwendungen), also dem sog. Schadenaufwand, und den verdienten Beiträgen der vergangenen Perioden. Bis Ende 2013 wurde die Schadenabwicklung an spezialisierte „Claims Handler“ übertragen. Im Nachhinein musste Enterprise Holdings jedoch feststellen, dass bei der Wahl der Outsourcing-Partner Fehler gemacht worden waren: Bemängelt wurde vor allem eine fehlende Incentivierung dieser Partner, so dass aus Sicht der Gesellschaft

überhöhte Kosten angefallen waren.

Nach diesen schlechten Erfahrungen mit dem Outsourcing der Schadenabwicklung wurde diese Kernkompetenz Anfang des Kalenderjahres 2014 internalisiert. Hierzu wurde in Manchester eine Schwestergesellschaft unter dem Handelsnamen Claims Consulting Solutions Ltd. (CCSL) für die Abwicklung von Schadenfällen insbesondere im Kfz-Bereich gegründet. In Verbindung mit einem neuen Underwriting-Prozess werden für das laufende und das kommende Jahr erhebliche Kosteneinsparungen und positive Ergebniseffekte erwartet. Über ein Team von derzeit rund 100 Spezialisten sollen Schadenansprüche und die in England üblichen „Credit Hire“-Belastungen wesentlich günstiger abgewickelt, Gerichtsverfahren vermieden und Betrugsfälle bzw. übertriebene Ansprüche der Versicherungsnehmer aufgedeckt werden. Insgesamt rechnet das Management damit, die Gesamtkosten um rund GBP 2.000 je abgewickelten Schaden zu reduzieren. Bei durchschnittlich 500 Schadenfällen pro Monat ergeben sich nach u. E. jährliche Einsparpotenziale von GBP 12,0 Mio. und ein Ergebniseffekt im niedrigen einstelligen Mio. GBP-Bereich.

Investmentportfolio

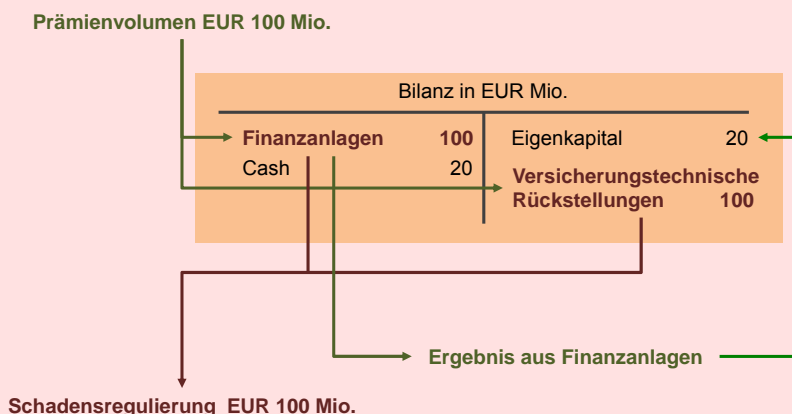
Durch die Asymmetrie des Versicherungsgeschäftes (Prämieneinzahlung heute, Schadenregulierung in der Zukunft) steht dem Unternehmen ein permanenter Bestand am Finanzmitteln (sog. Float) zur Verfügung, der investiert werden kann. Auch in der Anlagepolitik verfolgt Enterprise Holdings einen konservativen Ansatz: Im Unterschied zur Mehrheit der großen Versicherungskonzerne wird ausschließlich in Corporate Bonds mit Investment Grade-Rating und in britische Staatsanleihen investiert. Zusätzlich wird bewusst als Sicherheitsmechanismus eine überdurchschnittlich hohe Cash-Quote gehalten. Als Portfoliomanager ist die Schweizer Privatbank Lombard Odier mandatiert. U. a. werden die folgenden Vorgaben an den Portfoliomanager gestellt:

Breite Diversifizierung und Beschränkung auf Top-Bonitäten

- ⑤ **Höchstmögliches Exposure in einem Einzelwert:** GBP 350.000 bzw. 5,0% des Anlagevolumens;
- ⑤ **Anlage ausschließlich in Investment Grade Bonds** (d. h. mit Rating besser als BBB-).

Im vergangenen Geschäftsjahr konnte nach Angaben des Managements mit dem ca. GBP 32,7 Mio. umfassenden Portfolio eine Rendite von 2,5% erzielt werden. Das Portfolio umfasst Positionen in verschiedenen Währungen, so dass ein natürlicher Währungshedge in Höhe der erwarteten Schadenregulierungen in den unterschiedlichen Märkten bestehen dürfte. Die Duration der Anleihen beträgt nach Angaben des Managements im Durchschnitt ca. 2,8 Jahre.

ABBILDUNG 4: VERSICHERUNGSBILANZ



Die vereinfachte Darstellung einer Versicherungsbilanz zeigt die Wirkung des Floats einer Versicherung. Selbst bei einer Schadenquote von 100% verbleibt der Versicherung der Ertrag, der durch die Anlage des Kapitals über die Laufzeit der Versicherungsverträge erzielt wurde.

QUELLE: SPHENE CAPITAL

Rückversicherung als „Versicherung der Versicherung“

Wie für Privatpersonen gibt es auch für Versicherungsunternehmen die Möglich-

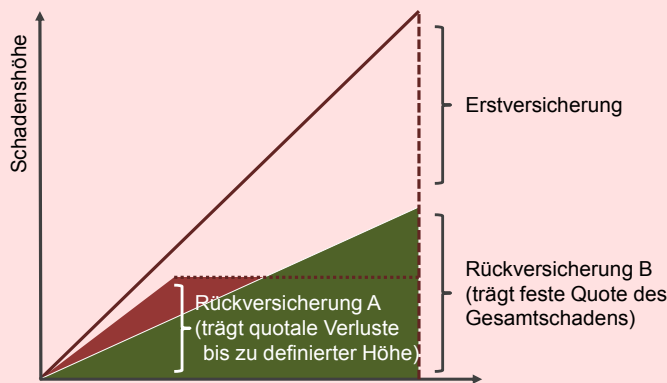
Rückversicherung als Absicherung

keit, durch Abschluss einer Versicherung die eigenen Risiken zu reduzieren. Spezialisierte Rückversicherer sind daher die „Versicherer der Versicherer“. Rückversicherungsverträge können höchst unterschiedlich ausgestaltet werden und sich

- Ⓢ auf Einzelrisiken beziehen, einen gewissen Prozentsatz der Schäden des Erstversicherers mittragen (Quoten-Rückversicherung) oder
- Ⓢ eine bestimmte Anzahl an Schäden des Erstversicherers abdecken (Summenexzedenten-Rückversicherung).

Häufig sind Rückversicherer Unternehmen, die die sehr unwahrscheinlichen, dafür aber im Schadensfall kostspieligen Schäden übernehmen und sich dafür vom Erstversicherer mit einer entsprechenden Prämie entlohnen lassen. Der Rückversicherungsmarkt sorgt dafür, dass Großschäden überhaupt versicherbar bleiben, da der Erstversicherer nicht den kompletten Schaden alleine tragen muss. Zusätzlich wird es Erstversicherern ermöglicht, Klumpenrisiken zu vermeiden, indem Teile der eingegangenen Risiken durch einen Rückversicherungsvertrag von den eigenen Büchern genommen werden können.

ABBILDUNG 5: QUOTA-MODELL FÜR RÜCKVERSICHERUNG



Die Rückversicherung trägt in Beispiel A die Verluste anteilig bis zu einer bestimmten Höhe (in der Regel mit einem Eigenbehalt), in Beispiel B wird ein quotaler Anteil der gesamten Schäden durch den Rückversicherer übernommen

QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL

Schwächen und Risiken

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

Unternehmensgeschichte, Management und Strategie

Enterprise Holdings konnte in den vergangenen fünf Jahren Wachstumsraten von 73,4% p. a. (bezogen auf das annualisierte Bruttoprämienvolumen) vorweisen. In Zukunft will das Unternehmen durch organisches Wachstum weitere Märkte mit seinem Produktportfolio erschließen, darunter u. a. nach der Erteilung einer Lizenz die Vereinigten Arabischen Emirate. Die hohe Skalierbarkeit des Geschäftsmodells und die historisch belegbare Versicherungsexpertise des Managements stellen die Hauptfaktoren für unsere Einschätzung einer positiven zukünftigen Weiterentwicklung der Gesellschaft dar.

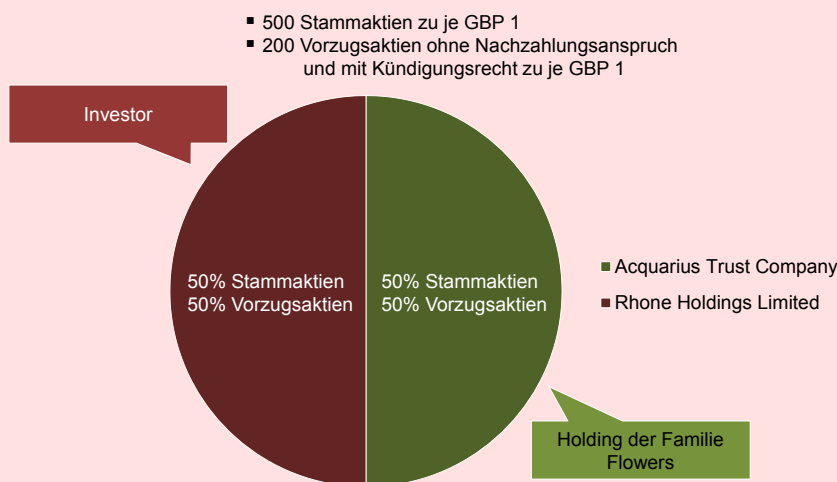
Überblick über die Unternehmensgeschichte

Der CEO der Gesellschaft, Andrew John Flowers, war bereits im Jahre 1999 mit einer Vorgängerfirma der Gesellschaft (der IOMA Group) im Versicherungsgeschäft tätig. Diese Versicherungsgruppe hatte ihren juristischen Sitz auf der Isle of Man. Gesetzliche Änderungen hatten zur Folge, dass zum Betrieb eines Versicherungsgeschäfts innerhalb der EU eine EU-basierte Versicherungslizenz verpflichtend wurde. Da die Isle of Man als direkter Kronbesitz des britischen Königreichs (crown dependency) zwar der britischen Krone unterstellt ist, jedoch weder Mitglied des Vereinigten Königreiches noch der EU ist, gibt es für dort domizilierte Versicherungsunternehmen keine Möglichkeit, mittels Passporting eine solche Lizenz zu erlangen. Daher wurde der Firmensitz im Jahr 2004 nach Gibraltar verlegt und eine Versicherungslizenz beantragt, mit der aufgrund der EU-Mitgliedschaft des Vereinigten Königreiches zugleich eine Zulassung für Finanzdienstleistungen in den übrigen EU-Staaten verbunden war.

Domizierung in Gibraltar und Management-Buy-Out in 2007

2007 wurde die Gruppe durch die Emittentin der Anleihe, die Enterprise Holdings Ltd. (zuvor ADYE Holdings Ltd.) mittels eines Management-Buy-Outs erworben. Die Aktionärsstruktur der Gesellschaft stellt sich seitdem wie folgt dar:

ABBILDUNG 6: AKTIONÄRSSTRUKTUR DER ENTERPRISE HOLDINGS LTD.



Im Rahmen des MBO beteiligten sich ein Vehikel der Familie Flowers und ein weiterer Investor an der Gesellschaft.

QUELLE: UNTERNEHMENANGABEN, SPHENE CAPITAL

Einschätzung des Managements

Wie im anglo-amerikanischen Raum üblich, wird das Unternehmen von einem monistischen One-Tier-Board geleitet, in dem sich das Management aus einem einzigen Board zusammensetzt. In diesem sind sowohl operativ tätige Executive Directors als auch Non-Executive Board Members vertreten, welche wiederum mit deutschen Aufsichtsräten vergleichbar sind:

Monistisches Board, erfahrenes und unabhängiges Management Board

⑤ Andrew John Flowers (Chairman und Managing Director)

Bei Enterprise Holdings ist Andrew Flowers maßgeblich für die Entwicklung und die Implementierung neuer Versicherungsprodukte, die Steuerung und Kontrolle der Performance der kompletten Unternehmensgruppe sowie die Beziehungen zu den Regulierungsbehörden in Gibraltar verantwortlich.

Nach dem Management-Buy-Out 2007 wurden unter der Verantwortung von Andrew Flowers eine Reihe von innovativen Versicherungsprodukten am Markt lanciert und eine Vielzahl von Nischenmärkten erfolgreich besetzt. Vor seiner Verantwortungsübernahme als Managing Director von Enterprise Holdings hielt Andrew Flowers diverse Positionen in der On- und Offshore Finanzindustrie in UK inne, u. a. war er in leitenden Funktionen beim Vorgängerunternehmen IOMA Insurance Company, deren Tochterunternehmen Litigation Plan Limited, dem Versicherungskonzern Alliance & Leicester plc sowie bei der National Westminster Bank plc tätig.

⑤ **Michael Claydon (Group CFO)**

Vor seiner Tätigkeit für Enterprise Holdings konnte Michael Claydon 30 Jahre Erfahrungen für eine Reihe von Unternehmen in der Versicherungsbranche sammeln. Bei Enterprise Holdings verantwortet Michael Claydon alle Aspekte des Finanzbereiches. Er ist Mitglied der Gibraltar Association und der Gibraltar Society of Accountants.

⑤ **Peter Longstaff (Underwriting Director)**

Bevor Peter Longstaff zu Enterprise Holdings kam, war er Leiter des Versicherungsbereichs des britischen Einzelhändlers Marks & Spencer, Key Account Director bei AXA und Direktor der Versicherungsgesellschaft Zenith Insurance plc.

Stärken und Schwächen, Chancen und Risiken

Als **Versicherungsboutique mit Fokus auf Nischenmärkte im Sach- und Unfallversicherungsbereich** ist Enterprise Holdings nach u. E. überdurchschnittlich profitabel. Auch in Zukunft sehen wir durch die Skalierbarkeit des Geschäftsmodells profitable Wachstumschancen in neuen geographischen Märkten und neuen Produktsegmenten, namentlich in Europa und – nach Erteilung der Lizenz – in den Vereinigten Arabischen Emiraten (VAE).

Als **Versicherungsunternehmen** ist Enterprise Holdings Risiken aus dem Versicherungsgeschäft und aus seinen Investments und Anlagen ausgesetzt. Diesen Risiken begegnet das Unternehmen mit einem strikten Risikomanagement, durch die eigenen Underwriting-Aktivitäten und dem gezielten Einsatz von Rückversicherungen. Im Rahmen einer konservativen Anlagepolitik werden Risiken in den Finanzanlagen durch eine breite Diversifizierung und Konzentration auf britische Staatsanleihen sowie Corporate Bonds bester Bonität reduziert.

Wir haben folgende unternehmensbezogene **Stärken** von Enterprise Holdings herausgearbeitet: **Stärken**

- ⑤ **Erfolgreiche Nischenstrategie:** In den vergangenen Jahren hat das Unternehmen gezeigt, dass es in der Lage ist, erfolgreich Nischenmärkte zu besetzen. Das starke Wachstum der Bruttoprämien belegt nach unserer Einschätzung die Attraktivität der Produkte von Enterprise Holdings in den verschiedenen Marktnischen sowie die Kompetenz des Managements, diese herauszuarbeiten und zu besetzen.
- ⑤ **Niedrige Kostenbasis:** Durch den Vertrieb über externe Partner gelingt es Enterprise Holdings die Kostenbasis zu reduzieren. Zusätzlich ist die Entwicklung neuer Märkte mit Hilfe lokaler Partner schnell umsetzbar. Das Geschäftsmodell ist daher nach u. E. über gut skalierbar.
- ⑤ **Wiederkehrende Erlöspotenziale:** Die aktuell von Enterprise Holdings bedienten Marktsegmente sind überdurchschnittlich margenstark, teilweise – wie etwa im Automobilbereich – sogar gegen den Branchentrend. Durch die Kombination von Kostenführerschaft und überdurchschnittlicher Preissetzungsmacht in den bearbeiteten Märkten ergeben sich wiederkehrende Erlöspotenziale. Diese zeigen sich auch in der Entwicklung des Versicherungsergebnisses in den vergangenen Jahren.
- ⑤ **Hohe Markteintrittsbarriere:** Die gute Reputation des Unternehmens bei seinen Vertriebspartnern stellt eine nicht unerhebliche Markteintrittsbarriere für potenzielle Wettbewerber dar.
- ⑤ **Aufbau des Floats:** Durch die Einnahme von Prämien heute und die Auszahlung von Schäden in der Zukunft kann Enterprise Holdings einen permanenten Kapitalstock aufbauen, der wiederum auf eigene Rechnung investiert werden kann. Das geplante zukünftige Wachstum wird nach u. E. dafür sorgen, dass dieser sog. Float von aktuell ca. GBP 40,0 Mio. weiter anwachsen wird. Eine konsequente Investitionspolitik in Investment Grade Corporate Bonds und UK Gilts sollte eine stabile Entwicklung des Finanzanlageergebnisses ermöglichen.
- ⑤ **Keine regionale Abhängigkeiten:** Das Geschäft von Enterprise Holdings ist geographisch breit gestreut und auf diverse externe Vertriebspartner verteilt.
- ⑤ **Breite Kundenbasis:** Mit ca. 1 Mio. geschriebenen Policen verfügt Enterprise Holdings über eine breit diversifizierte Kundenbasis. Abhängigkeiten können nicht ausgemacht werden.
- ⑤ **Kurze Vertragslaufzeiten:** Vertragslaufzeiten von üblicherweise einem Jahr ermöglichen Enterprise Holdings eine hohe Flexibilität gegenüber sich ändernden Marktgegebenheiten, bis hin zur vollständigen Aufgabe einzelner Produktgruppen.
- ⑤ **Rückversicherungen mit hoher Bonität:** Enterprise Holdings ist bei Rückversicherern versichert, die ausschließlich ein besseres Rating als A aufweisen. Durch diese Rückversicherungspolitik limitiert Enterprise Holdings die Risiken auf maximal GBP 0,5 Mio. je Einzelpolice.

Wir sehen die folgenden unternehmensbezogenen **Schwächen** von Enterprise Holdings:

Schwächen

- ⑤ **Kein eigener Kundenzugang:** Enterprise Holdings besitzt keinen direkten Zugang zu seinen Kunden, sondern ist vom Erfolg seiner Vertriebspartner abhängig, sowohl bezüglich der Generierung von Neugeschäft als auch bezüglich der Verlängerung bestehender Policen. Stornierungen spielen aufgrund der kurzen Vertragslaufzeiten von durchschnittlich nur einem Jahr nach u. E. keine Rolle.
- ⑤ **Kleinvolumige Nischenmärkte:** Die aktuelle Margenstärke resultiert zu einem großen Teil aus den Aktivitäten in kleinvolumigen Nischenmärkten. Es muss sich erweisen, ob das Unternehmen auch mit zunehmender Größe in der Lage sein wird, die adressierten profitablen Nischenmärkte weiterhin zu behaupten und neue Märkte zu identifizieren und zu entwickeln.
- ⑤ **Abhängigkeiten von Schlüsselpersonen:** Die weitere Entwicklung der Unternehmensgruppe ist stark personenabhängig, insbesondere vom Firmengründer und Managing Director Andrew Flowers.
- ⑤ **Fehlende Fristenkongruenz:** Die übliche Laufzeit der Versicherungsverträge von ca. einem Jahr erschwert die Prognostizierbarkeit der Prämieinnahmen. Zusätzlich sorgen die Duration der Finanzanlagen von durchschnittlich 2,8 Jahren und die damit einhergehende Fristen-Inkongruenz für einen gewissen Druck, Neugeschäft zu schreiben.
- ⑤ **Zwang zur Produktinnovationen:** Ein wesentlicher Erfolgsfaktor in der zukünftigen Positionierung von Enterprise Holdings am Markt wird auch weiterhin die Identifizierung wenig beachteter Marktnischen und innovativer Versicherungsprodukte sowie die konsequente Umsetzung der bisherigen Anlagepolitik des Unternehmens sein.
- ⑤ **Hohe Wettbewerbsintensität bei den Kfz-Versicherungen:** Automobilversicherungen stellen den größten Geschäftsbereich dar. In Großbritannien ist dieser Markt sehr kompetitiv, was in den letzten Jahren bei einer Mehrzahl der Versicherungsunternehmen zu versicherungstechnischen Verlusten geführt hat. Es ist nicht auszuschließen, dass der Margendruck zunehmend Konkurrenten in die kleinteiligeren Nischenmärkte von Enterprise Holdings treibt und die dortigen Margen ebenfalls unter Druck bringt.
- ⑤ **Griechenland-Exposure:** Die Aktivitäten von Enterprise Holdings im griechischen Automobilversicherungsmarkt stellen mit GBP 17,5 Mio. einen nicht unbeträchtlichen Teil des Geschäftes dar. In der gegenwärtigen Situation der griechischen Wirtschaft könnten auch Versicherungsprämien unter Druck geraten und Policen nicht erneuert werden.
- ⑤ **Regulatorische Abhängigkeiten:** In der Vergangenheit verfügte Enterprise Holdings teilweise nicht über die entsprechende Kapitalausstattung, um die möglichen Neugeschäfte auf die Bücher zu nehmen. Auch in Zukunft wird die Entwicklung des Unternehmens davon abhängen, die entsprechende regulatorische Kapitalausstattung vorzuhalten, um das Wachstum voranzutreiben.
- ⑤ **Markteintritt in VAE:** Es besteht die Gefahr, dass Enterprise Holdings die angestrebte Lizenz in den Vereinigten Arabischen Emiraten nicht erteilt wird. Sollte die Lizenz erteilt werden besteht durch den anschließenden Markteintritt die Gefahr, dass Enterprise Holdings nicht zuletzt aus Unkenntnis der regionalen Besonderheiten operative Fehler begeht, die negative Auswirkungen auf die Ertragslage im Gesamtkonzern haben können.

Nachstehende **Chancen** betreffen jedes Unternehmen, das in denselben Industrien wie Enterprise Holdings tätig ist:

Chancen

- ⑤ **Keine Aggregatoren:** Die von Enterprise Holdings bearbeiteten Nischenmärkte werden bislang nicht durch Marktumwälzungen bedroht, wie etwa durch Internet-Vergleichsportale (sog. Aggregatoren) oder durch Internet-Direktversicherer.
- ⑤ **Weitere Wachstumspotenziale:** Trotz des großen Angebotes an Versicherungen in Europa gibt es nach wie vor unterentwickelte Segmente und Märkte, insbesondere im Bereich von „Luxusversicherungen“, die nicht zur Absi-

cherung elementarer Lebensrisiken, sondern lediglich dem Komfort- und der Risikoaversion der Versicherungsnehmer dienen.

- Ⓢ **Wachsende Nachfrage im Bereich White Label-Versicherungen:** Die Nachfrage spezialisierter Vertriebseinheiten wie Versicherungsagenten und -makler, Clubs und Affinity Groups nach maßgeschneiderten White Label-Versicherungen als zusätzlicher Kundenservice sollte auch in Zukunft weiter zunehmen.
- Ⓢ **Markteintritt in unterentwickelte Versicherungsmärkte:** Unterentwickelte Versicherungsmärkte wie die Vereinigten Arabischen Emirate sollten auch in Zukunft Chancen bieten, um margenstarke Versicherungsprodukte zu „importieren“ und sukzessive Marktanteile zu erobern.
- Ⓢ **Nutzung der Börsennotierung:** Eine adäquate Kapitalausstattung wird auch im Rahmen der zukünftigen Regulierungspolitik der Schlüssel zu Neugeschäft sein. Ein Unternehmen, das durch guten Kapitalmarktzugang Haftungskapital auf sich vereinen kann, wird dadurch nach u. E. beträchtliche Wettbewerbsvorteile generieren.

Nachstehende **Risiken** betreffen jedes Unternehmen, das in denselben Industrien wie Enterprise Holdings tätig ist:

Risiken

- Ⓢ **Hohe Wettbewerbsintensität:** Das generelle Marktumfeld im Versicherungsbereich ist in Europa durch eine hohe Wettbewerbsintensität geprägt. Der Konkurrenzkampf wird sowohl durch Preise als auch durch Zusatzangebote wie Serviceleistungen ausgefochten.
- Ⓢ **Niedrige Zinsen:** Das aktuelle Zinsumfeld stellt für jeden Versicherer eine herausfordernde Situation dar. Nach aktuellen Marktmeinungen ist nicht auszuschließen, dass sowohl in Großbritannien als auch in der Euro-Zone noch über Jahre eine lockere Geldpolitik für eine Beibehaltung der aktuellen Zinstiefs sorgen wird. Eine dauerhafte Verbesserung des Anlageergebnisses sollte daher nur über eine Ausweitung des Anlagevolumens möglich sein.
- Ⓢ **Umweltrisiken:** Versicherungsunternehmen sind Umweltrisiken ausgesetzt, die teilweise schwer kontrollierbar und einschätzbar sind. Die Anwendbarkeit von historischen Erfahrungswerten über Schadenhäufigkeiten kann sich im Zeitverlauf verändern und temporär für Belastungen der Margen sorgen.
- Ⓢ **Branchenregulierung:** Aufgrund der Bedeutung der Versicherungswirtschaft für die einzelnen Volkswirtschaften sind die Regulierungsanreize hoch. Aus heutiger Sicht ist es schwierig, zukünftige regulatorische Änderungen und deren Auswirkungen auf die einzelnen Geschäftsmodelle zu prognostizieren.

Prognose der Ergebnis- und Bilanzkennzahlen

Trotz des enttäuschenden Geschäftsjahres 2013/14, in dem das Bruttoprämienvolumen „nur“ um 13,3% gesteigert werden konnte, liegen die Wachstumsraten, die Enterprise Holdings seit Gründung erreichen konnte, in einem Bereich, der für klassische Erstversicherungsunternehmen eher untypisch ist. Ursächlich hierfür ist die Fokussierung auf ausgewählte Versicherungsnischen, in denen die Gesellschaft klassische Marktineffizienzen wahrnehmen kann. Durch diese eingeschlagene Strategie lagen die jährlichen Wachstumsraten der Bruttoprämien in den vergangenen fünf Jahren bei durchschnittlich 73,4%.

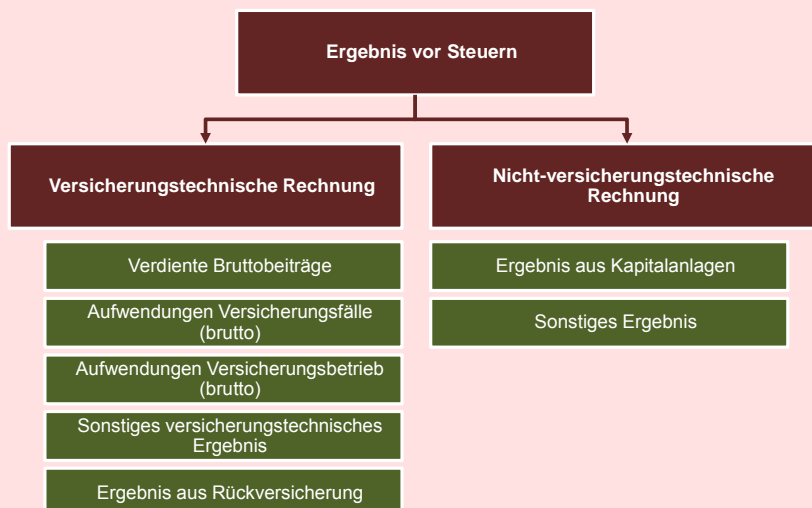
Dass sich das versicherungstechnische Ergebnis während dieses Zeitraums „nur“ um durchschnittlich 23,0% pro Jahr verbesserte, lag im Wesentlichen am praktizierten Outsourcing der Schadenabwicklung an spezialisierte Claims-Handler. Dessen negative Effekte in den vergangenen Jahren wollte das Management nicht mehr hinnehmen. Nach der Internalisierung der Schadenabteilung Anfang 2014 rechnen wir ab diesem Jahr wieder mit deutlich zweistelligen Wachstumsraten des versicherungstechnischen Ergebnisses.

Das Geschäftsmodell von Enterprise Holdings

Die Einnahmen von Enterprise Holdings bestehen aus Versicherungsbeiträgen und dem Finanzergebnis, das durch die Anlage der Versicherungsbeiträge erzielt wird. Die Ausgaben setzen sich zusammen aus den Ansprüchen der Versicherten, etwa im Fall eines Schadens, den Beiträgen für die Weiterreichung von Risiken an Rückversicherungsunternehmen, den operativen Kosten des Versicherungsbetriebs (v. a. Vertriebs- und Verwaltungsaufwendungen) und Steuern. Die Gewinn- und Verlustrechnung eines Schadenversicherungsunternehmens wie Enterprise Holdings unterscheidet sich damit grundsätzlich von der eines Industrieunternehmens. Unterschieden wird nicht zwischen dem Umsatz- oder dem Gesamtkostenprinzip, sondern zwischen dem versicherungstechnischen Ergebnis und dem nicht-versicherungstechnischen Ergebnis. Unter diesen beiden Begriffen lassen sich folgende Positionen zusammenfassen:

Grundlagen der Ertragslage einer Versicherung

ABBILDUNG 7: AUFBAU DER ERGEBNISRECHNUNG



QUELLE: SPHENE CAPITAL

Von Gibraltar GAAP über UK GAAP zu IFRS

Enterprise Holdings veröffentlicht die Abschlüsse gemäß den Rechnungslegungsvorschriften von Gibraltar GAAP. Diese sind weitgehend identisch mit UK GAAP. In den wesentlichen Rechnungslegungsvorschriften unterscheidet sich UK GAAP nur in Kleinigkeiten von IFRS. Zu den Unterschieden in den beiden Rechnungslegungsregimen zählen die Behandlung von Leasing, LIFO und defined benefit obligation plans.

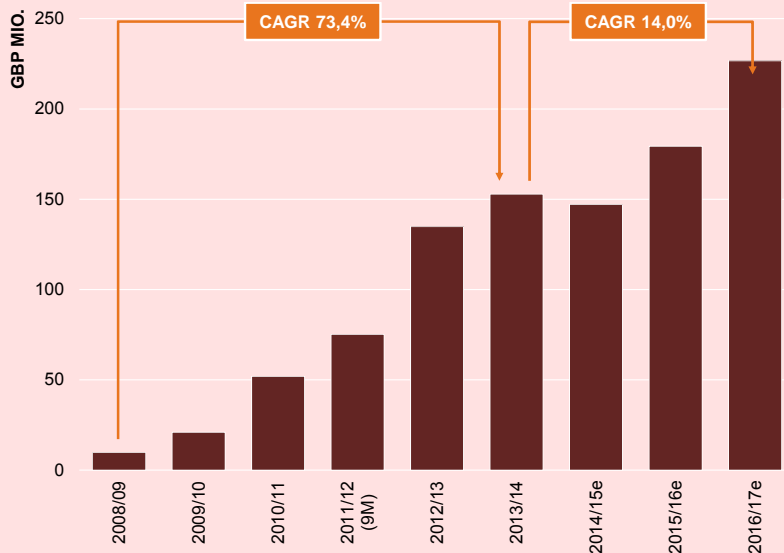
Gibraltar GAAP und IFRS sind in weiten Teilen identisch

Deutliches Wachstum der Bruttoprämien

Für das laufende Geschäftsjahr 2014/15e rechnen wir mit im Vergleich zum

Vorjahr nahezu unveränderten Bruttoprämien von GBP 147,0 Mio. (-3,8% YoY). Dabei werden nach unserer Einschätzung Autoversicherungen mit GBP 132,4 Mio. und einem Anteil von 90,1% am gesamten Prämienvolumen die bedeutendste Versicherungssparte der Gesellschaft bleiben. Für 2015/16e erwarten wir durch die dann zur Verfügung stehenden zusätzlichen Anleihemittel einen deutlichen Schub für die Bruttoprämien und ein Volumen von GBP 179,3 Mio. (+22,0% YoY). Bis 2016/17e, dem Ende unserer Detailplanungsphase, rechnen wir mit einem weiteren Anstieg auf dann GBP 226,7 Mio.

ABBILDUNG 8: ENTWICKLUNG DER GEBUCHTEN BRUTTOPRÄMIEN



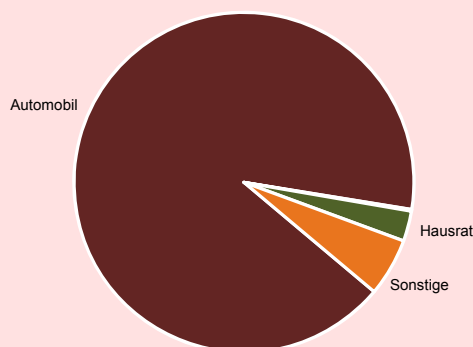
In den vergangenen fünf Jahren konnte Enterprise Holdings eine CAGR der gebuchten Bruttoprämien von 73,4% vorlegen. Basisbedingt rechnen wir für die kommenden drei Jahre mit einer Verlangsamung des Wachstums, erwarten jedoch weiterhin zweistellige Zuwachsraten. Vergangenheitsdaten und unsere Prognosen basieren ausschließlich auf organischem Wachstum.

QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL PROGNOSEN

Entwicklung auf Segmentebene

Neben der Größe und der Veränderung der Bruttoprämien lässt insbesondere die Entwicklung der relativen Anteile der betriebenen Versicherungszweige an den gesamten Prämieinnahmen Rückschlüsse auf die Schwerpunkte der Geschäftstätigkeit und den Marktanteil der Gesellschaft in den jeweiligen Versicherungsmärkten zu. Im vergangenen Geschäftsjahr 2013/14 erwirtschaftete Enterprise Holdings 91,5% seiner Bruttobeiträge im Segment Auto. An zweiter Stelle rangiert der Bereich Sonstige (5,5%), während Hausratsversicherungen (2,9%) nur von untergeordneter und zugleich rückläufiger Bedeutung waren.

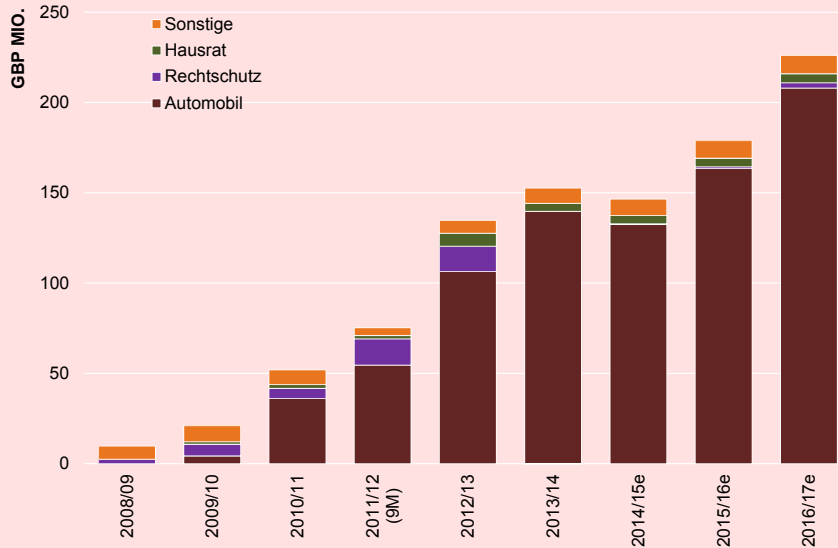
ABBILDUNG 9: GEBUCHTE BRUTTOPRÄMIEN 2013/14



QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL

Diese Verhältnisse und Trends dürften sich nach unseren Schätzungen auch in den kommenden Jahren nicht nennenswert verändern:

ABBILDUNG 10: ENTWICKLUNG DER GEBUCHTEN BRUTTOPRÄMIEN



QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL PROGNOSEN

Entwicklung des Rückversicherungsergebnisses

In den vergangenen Jahren hat Enterprise Holdings einen immer größeren Anteil der übernommenen Risiken an seine Rückversicherungspartner abgegeben. Zuletzt erreichte der weitergereichte Anteil 43,1% (nach 42,7% in 2012/13) der gesamten Bruttoprämieinnahmen. Die Vertragsgestaltung mit der Rückversicherung orientiert sich dabei am sogenannten „Quota Share-Modell“, bei dem ein Rückversicherungsunternehmen einen fest definierten Anteil an den Bruttoeinnahmen und an den Schäden von Enterprise Holdings übernimmt, ohne dass der Einzelfall geprüft wird. Der Mechanismus erfolgt dabei automatisch, das heißt, der vereinbarte Prozentsatz gilt für alle Prämien und Schäden gleichermaßen. Dass Enterprise Holdings eine derartige Vertragsgestaltung mit nach eigenen Angaben weltweit führenden Rückversicherern abschließen konnte, interpretieren wir als Bestätigung des Geschäftsmodells von Enterprise Holdings. Dennoch ist vorgesehen, die Rückversicherungsquote sukzessive zu senken, von derzeit 43,1% auf 25,0%. Hintergrund dieses Strategiewechsels ist, dass die Opportunitätskosten für die Mittel aus einer Anleihe wesentlich geringer sind als für die Weitergabe der Risiken an eine Rückversicherung.

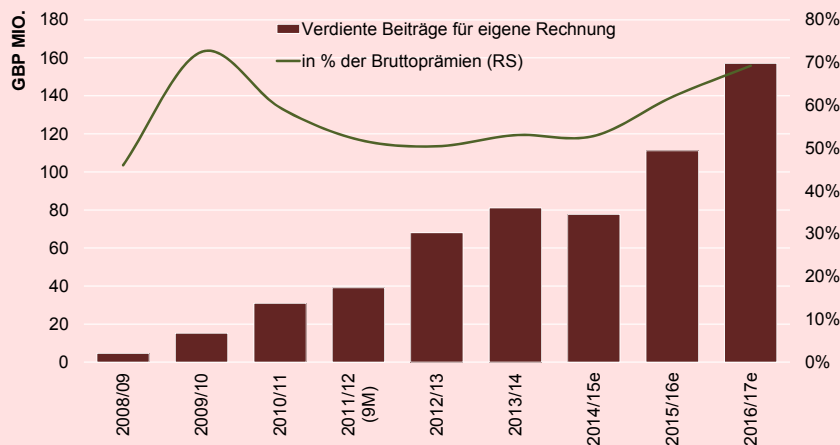
Bei dem von Enterprise Holdings präferierten Quota-Modell übernimmt die Rückversicherung einen quotalen Anteil der gesamten angefallenen Schäden.

Erwartete Entwicklung der verdienten Beiträge

Verdiente Nettobeiträge sind Beitragseinnahmen, die Ertrag des Geschäftsjahres sind. Zu ihrer Ermittlung werden zu den gebuchten Bruttobeiträgen – also den im Geschäftsjahr fällig gewordenen Bruttobeiträgen des selbst abgeschlossenen Geschäfts – die auf das Geschäftsjahr entfallenden Beitragsüberträge der Vorjahre hinzugerechnet und die auf die zukünftigen Geschäftsjahre entfallenden Beitragsüberträge abgezogen. Ebenfalls abgezogen wird das zederte Rückversicherungsgeschäft, also die an eine oder mehrere Rückversicherer abgetretenen Portfoliorisiken. Damit repräsentieren die verdienten Beiträge gewissermaßen das Pendant zum Umsatz eines Industrieunternehmens.

Enterprise Holdings erzielte im vergangenen Geschäftsjahr verdiente Beiträge, also Beitragseinnahmen, die Ertrag des Geschäftsjahres sind, in Höhe von GBP 81,0 Mio. (+19,2% YoY). Im Durchschnitt der letzten fünf Jahre konnten die verdienten Beiträge um 78,4% pro Jahr gesteigert werden. In den kommenden drei Jahren rechnen wir mit einem Anstieg der verdienten Beiträge auf dann GBP 157,0 Mio., was einer durchschnittlichen jährlichen Wachstumsrate 2013/14e-16/17e von 24,6% entspricht.

ABBILDUNG 11: ENTWICKLUNG DER VERDIENTEN BEITRÄGE



QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL PROGNOSEN

Entwicklung der Schadenaufwendungen und -quote

Die bedeutendste Aufwandsposition in einem Versicherungsunternehmen stellen die Aufwendungen für die Bruttoversicherungsleistungen dar. Diese ergeben sich aus der Konkretisierung des im Versicherungsvertrag abgegebenen Schutzversprechens und beinhalten in der Schaden- und Unfallversicherung die Auszahlungen für eingetretene versicherte Schäden. Die Prognose dieser Zahlungen unterliegt sowohl hinsichtlich der Eintrittszeitpunkte als auch hinsichtlich der Schadenhöhe erheblichen Unsicherheiten: Während bei einer Lebensversicherung zumindest feststeht, dass ein bestimmter Geldbetrag an den Versicherungsnehmer entrichtet werden muss, wobei der genaue Zeitpunkt noch nicht feststeht, ist bei anderen Versicherungsformen wie der Schadenversicherung a priori vollkommen ungewiss, ob eine Auszahlung überhaupt zu erfolgen hat und wenn ja, in welcher Höhe. Daher sind Schätzwerte aus den vorliegenden Vergangenheitswerten abzuleiten, deren Qualität in dem Maße ansteigt, indem es gelingt, stochastische Gesetzmäßigkeiten der Schadenverläufe zu identifizieren. Da dies bei Enterprise Holdings aufgrund der kurzen Unternehmenshistorie aus unserer Sicht kaum möglich ist, orientieren wir uns an den bisherigen Schadenquoten.

Zur stochastischen Unsicherheit hinsichtlich Eintrittszeitpunkt und Höhe möglicher Schadenfälle kommt im vorliegenden Fall eine fehlende zeitliche Historie.

Allgemein sind Schadenquoten definiert als das Verhältnis zwischen den Aufwendungen für Versicherungsfälle (einschließlich dem Abwicklungsergebnis und den Schadenregulierungsaufwendungen), also dem sog. Schadenaufwand, und den verdienten Beiträgen der vergangenen Perioden. Die Schadenquoten sind ein Indikator für die Qualität der Zeichnungspolitik und der bestehenden Rückversicherungsdeckung. Allerdings bilden die für Enterprise Holdings auszuwertenden fünf Geschäftsjahre keine für eine Plausibilisierung der Schadenleistungen aussagefähige Basis, so dass die Prognosen für Enterprise Holdings mit noch größeren Unsicherheiten behaftet sind als bei Versicherungen mit aussagefähiger Historie. Insgesamt rechnen wir damit, dass sich die Schadenquoten bis zum Ende der Laufzeit innerhalb der in den vergangenen Jahren beobachtbaren Bandbreite von 59,9% bis 68,4% bewegen werden.

Aufwendungen für den Versicherungsbetrieb

Unter den Aufwendungen für den Versicherungsbetrieb werden u. a. Lohn- und Gehaltsaufwendungen, Aufwendungen für Dienstleistungen wie Provisionen und sonstige Aufwendungen für Vermittler, Aufwendungen für die Prüfung des Jahresabschlusses sowie für sachliche Betriebsmittel zusammengefasst.

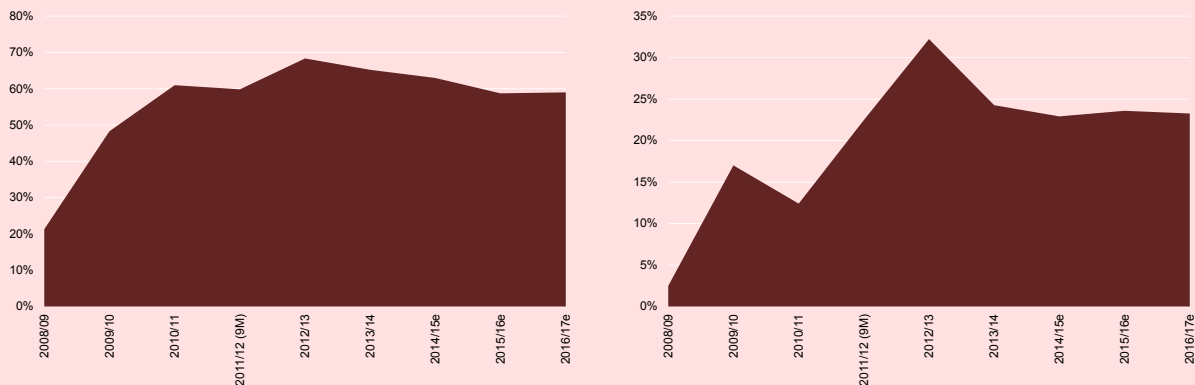
Während wir die Entwicklung des Personalaufwandes in Abhängigkeit von der geplanten Entwicklung des Personalbestands plausibilisiert haben, gehen wir bei der Prognose der Provisionsaufwendungen aus naheliegenden Gründen davon aus, dass deren Entwicklung von der zukünftigen Entwicklung des Neugeschäfts abhängig ist, allerdings keine Veränderungen des Provisionssystems,

der Vertriebswege und -strukturen sowie der Vergütungssysteme des Außendienstes zu berücksichtigen sind.

Entwicklung der Kostenquoten

Das Verhältnis zwischen den Aufwendungen aus dem Versicherungsbetrieb und den gebuchten Nettoprämien einer Periode gibt als Kostenquote Aufschluss über den für den Betrieb des Versicherungsgeschäfts notwendigen Aufwand. Wir erwarten für den Prognosehorizont eine stabile Entwicklung der Quote.

ABBILDUNG 12: SCHADENQUOTE (LS), KOSTENQUOTE (RS)

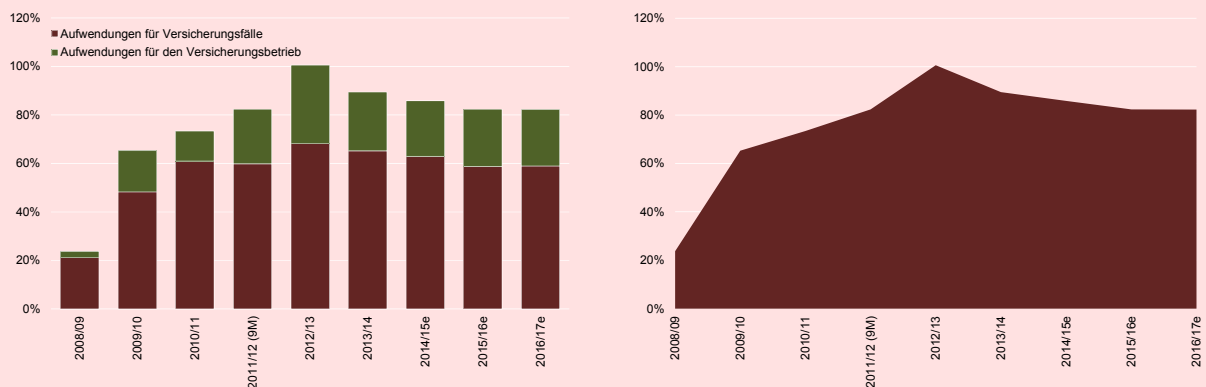


QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL PROGNOSEN

Entwicklung der Combined Ratio

Die Summe aus Kostenquote und Schadenquote ergibt die so genannte „Combined Ratio“. Da als Nenner der Schadenquote die verdienten und als Nenner der Kostenquote die gebuchten Nettobeiträge stehen, lässt sich die Combined Ratio nur dann sinnvoll bestimmen, wenn die Differenz zwischen gebuchten und verdienten Nettobeiträgen vernachlässigbar ist. Nachdem die Combined Ratio im Geschäftsjahr 2012/13 erstmals die 100%-Marke überstieg – was insbesondere auf die schwache Performance zweier Kfz-Versicherungen zurückzuführen war – konnte sie im vergangenen Geschäftsjahr wieder auf 89,5% gesenkt werden.

ABBILDUNG 13: AUFWENDUNGEN (LS), COMBINED RATIO (RS)



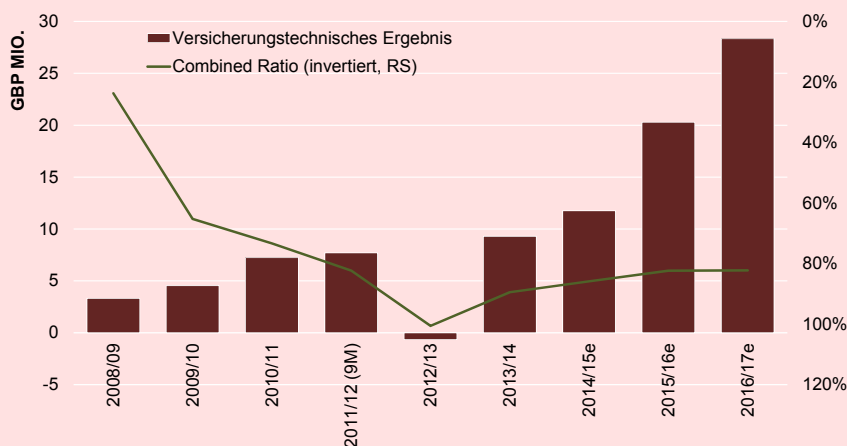
QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL PROGNOSEN

Deutliche Verbesserung des versicherungstechnischen Ergebnisses

Nach dem Auslaufen der beiden genannten verlustträchtigen Autoversicherungs-Accounts und infolge des Insourcings der Schadenabwicklung rechnen wir für 2014/15e mit einem Anstieg des versicherungstechnischen Ergebnisses auf GBP 11,8 Mio. von GBP 9,3 Mio. im Vorjahr (+26,4% YoY). Damit sollte das

laufende Geschäftsjahr nach u. E. das profitabelste in der Unternehmensgeschichte werden. Für 2015/16e erwarten wir eine substantielle Verbesserung auf knapp GBP 20,3 Mio. (+72,6% YoY). Diese Prognosen liegen aus unserer Sicht im Rahmen der Management-Guidance, die für dieses und das folgende Geschäftsjahr ein signifikant profitables Wachstum vorsieht.

ABBILDUNG 14: ENTWICKLUNG DES VERSICHERUNGSTECHNISCHEN ERGEBNISSES



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

QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL PROGNOSEN

Entwicklung der Betriebsaufwendungen

Klassische Betriebsaufwendungen sind u. a. Aufwendungen für Arbeitsleistungen wie Löhne und Gehälter, Aufwendungen für Rechtsberatungen, Abschreibungen und Amortisationen und sonstige betriebliche Aufwendungen. Zum Geschäftsjahresende 2013/14 beschäftigte Enterprise Holdings 48 (Vorjahr 32) Mitarbeiter. Die Lohnaufwendungen lagen bei GBP 4,6 Mio. Ebenfalls von Bedeutung waren die externen Kosten der Rechtsberatung, die sich 2013/14 auf GBP 6,2 Mio. summieren. Insgesamt lagen die Aufwendungen für den Versicherungsbetrieb im vergangenen Geschäftsjahr bei GBP 13,0 Mio. Wir gehen davon aus, dass zukünftig verstärkt Skaleneffekte realisiert werden können. Für das laufende Geschäftsjahr rechnen wir mit einem Rückgang der Betriebsaufwendungen auf GBP 11,0 Mio. Die Aufwandsquote reduziert sich damit nach unseren Schätzungen auf 14,2% von 16,0% in 2013/14.

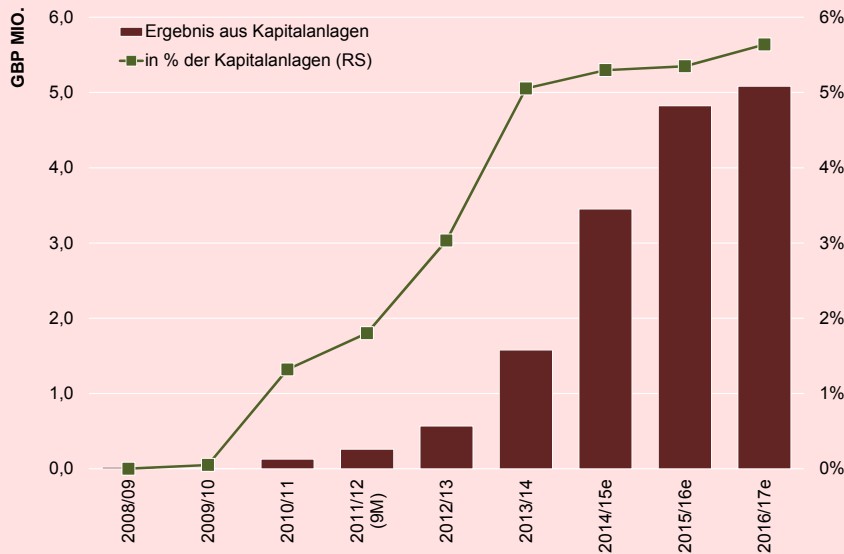
Ergebnis aus Finanzanlagen

Das Kapitalanlageergebnis ergibt sich aus der Zwischenanlage von Beiträgen und Zinsen, deren Abfluss für Versicherungsleistungen erst zu einem späteren, ungewissen Zeitpunkt und in ungewisser Höhe erfolgt. Die Finanzanlagen werden bei Enterprise Holdings im Sinne einer Strategie der Risikominimierung angelegt. Ein Teil der Finanzanlagen wird als Barreserven bzw. liquiditätsähnliche Mittel vorgehalten, verzinsliche Wertpapiere müssen ein Investment Grade-Rating aufweisen oder wurden vom britischen Staat begeben. Nichtsdestotrotz war das Ergebnis aus Finanzanlagen bei Enterprise Holdings im vergangenen Geschäftsjahr 2013/14 mit GBP 1,6 Mio. bzw. 5,1% der Finanzanlagen von erheblicher Bedeutung für das Vorsteuerergebnis.

Den Unsicherheiten über die zukünftigen Schadenzahlungen setzt Enterprise Holdings eine diszipliniert konservative Anlagepolitik entgegen.

Die durchschnittliche Kapitalbindungsdauer (Duration) des Portefeuilles liegt bei ~2,8 Jahren. Damit reflektiert das Anlage-Portefeuille die Unsicherheit über die Höhe und den Zeitpunkt der Schadenereignisse, der ein Sachversicherer wie Enterprise Holdings typischerweise ausgesetzt ist.

ABBILDUNG 15: ERGEBNIS AUS FINANZANLAGEN



Durch eine strikt risikoaverse Anlagepolitik dürfte das Ergebnis aus Finanzanlagen bei Enterprise Holdings im Prognosezeitraum bei etwa 5,0% des Anlagevolumens liegen.

QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL PROGNOSEN

Die Steuerquote spiegelt den Standort Gibraltar wider

Mit Ausnahme von Energie- und Versorgungsunternehmen liegt der Steuersatz auf Unternehmensgewinne in Gibraltar seit 2011 bei 10,0% (davor 22,0%). Im vergangenen Geschäftsjahr 2013/14 beliefen sich die Steuerbelastungen für Enterprise Holdings auf GBP -0,6 Mio. bzw. 11,8% des Vorsteuerergebnisses. Für die kommenden Jahre rechnen wir mit einheitlichen 10,0% des jeweiligen Vorsteuerergebnisses.

Gibraltar mit eigenständiger Fiskalautonomie

Deutliche Verbesserung des Jahresüberschusses erwartet

Nach Steuern und Anteilen Dritter sowie der Kosten für die Emission der Folgeanleihe errechnen wir für 2014/15e ein Konzernergebnis von GBP 0,7 Mio. und für 2015/16e von GBP 7,7 Mio. Bis 2016/17e rechnen wir mit einem deutlichen Anstieg auf dann GBP 11,3 Mio.

Wir erwarten weiterhin keine Ausschüttungen an die Anteilseigner

Seit der Gründung hat Enterprise Holdings keine Dividenden an die Aktionäre ausgeschüttet. Angesichts der negativen Eigenkapitalquote und der Rückzahlungsverpflichtungen aus den beiden Anleihen gehen wir für den kurzfristigen Prognosezeitraum nicht von Ausschüttungen aus.

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

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 Schadenabteilung in Manchester, die erhebliche Kosteneinsparungen und deutlich geringere Schadenquoten zur Folge haben soll.

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	147,0	179,3	226,7
YoY	%	n/a	13,3%	-3,8%	22,0%	26,4%
Abgegebene Rückversicherungsbeiträge	GBP Mio.	-57,5	-65,8	-66,3	-64,7	-65,4
Rückversicherungsquote	%	42,7%	43,1%	45,1%	36,1%	28,9%
Gebuchte Nettoprämien	GBP Mio.	77,3	87,0	80,7	114,6	161,3
Δ Rückstellungen Prämienüberträge	GBP Mio.	-18,8	-9,2	-7,1	-8,6	-11,2
Anteil Rückversicherung an Δ Prämienüberträge	GBP Mio.	9,5	3,2	4,1	5,1	6,9
Verdiente Beiträge für eigene Rechnung	GBP Mio.	68,0	81,0	77,7	111,2	157,0
YoY	%	n/a	19,2%	-4,2%	43,1%	41,3%
in % der Bruttoprämien	%	50,4%	53,1%	52,8%	62,0%	69,3%
Aufwendungen für Versicherungsfälle	GBP Mio.	-46,5	-52,8	-48,9	-65,3	-92,6
Schadenaufwendungen (netto)	GBP Mio.	-30,3	-38,0	-45,9	-57,5	-81,8
Bruttoschadenaufwendungen	GBP Mio.	-46,6	-65,0	-74,0	-95,5	-140,0
Schadenaufwendungen (Anteil der Rückversicherer)	GBP Mio.	16,3	27,0	28,1	38,0	58,2
Rückstellungen (netto)	GBP Mio.	-16,2	-14,8	-3,0	-7,7	-10,8
Δ Rückstellungen Versicherungs-/Investmentverträge	GBP Mio.	-31,4	-17,8	-3,3	-9,2	-12,7
Anteil Rückversicherung an Rückstellungen	GBP Mio.	15,2	3,0	0,2	1,4	1,8
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	-27,1	-37,5
Abschlussaufwendungen	GBP Mio.	-34,4	-35,6	-32,8	-39,5	-48,3
Δ latente Akquisitionsaufwendungen	GBP Mio.	5,0	1,8	-1,5	-1,8	-2,2
Δ latente Akquisitionsaufwendungen (Rückvers.)	GBP Mio.	-0,1	-2,3	-2,3	-2,7	-3,2
Sonstige betriebliche Aufwendungen	GBP Mio.	-0,4	-1,8	-2,3	-2,8	-3,5
Rückversicherungskommissionen	GBP Mio.	5,0	16,8	20,4	19,7	19,7
Combined Ratio	%	100,6%	89,5%	85,9%	82,3%	82,3%
Versicherungstechnisches Ergebnis	GBP Mio.	-0,7	9,3	11,8	20,3	28,3
in % der verdienten Beiträge	%	-1,0%	11,5%	15,1%	18,2%	18,0%
YoY	%	n/a	-1510,5%	26,4%	72,6%	39,6%
Ergebnis aus Kapitalanlagen	GBP Mio.	0,6	1,6	3,5	4,8	5,1
Nicht realisierte Erträge	GBP Mio.	0,0	-0,8	0,8	0,0	0,0
Zinsaufwendungen	GBP Mio.	0,0	-2,2	-4,2	-4,2	-4,2
Sonstiges Ergebnis	GBP Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Betriebsaufwendungen	GBP Mio.	-12,6	-13,0	-11,0	-12,4	-16,7
Ergebnis vor Ertragsteuern	GBP Mio.	-12,6	-5,2	0,8	8,6	12,5
in % der verdienten Beiträge	%	-18,5%	-6,4%	1,0%	7,7%	8,0%
YoY	%	n/a	-58,9%	-114,8%	1017,3%	46,5%
Ertragsteuern	GBP Mio.	-0,2	-0,6	-0,1	-0,9	-1,3
Steuerquote	%	1,2%	11,8%	-11,9%	-10,0%	-10,0%
Ergebnis nach Steuern	GBP Mio.	-12,8	-5,8	0,7	7,7	11,3
in % der verdienten Beiträge	%	-18,8%	-7,1%	0,9%	6,9%	7,2%
YoY	%	n/a	-54,6%	-111,6%	1041,4%	46,5%

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
Sonstige 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	93,6	93,7	93,9
Grundstücke	GBP Mio.	2,1	2,7	3,5	3,6	3,7
Finanzinvestitionen	GBP Mio.	22,3	40,1	90,1	90,1	90,1
davon Wertpapiere	GBP Mio.	9,5	20,8	70,8	70,8	70,8
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
Sonstige langfristige Vermögenswerte	GBP Mio.	0,2	0,3	0,3	0,4	0,4
Anteil der Rückvers. an technischen Rückstellungen	GBP Mio.	47,7	53,9	58,2	64,8	73,5
Anteil Rückvers. an den Prämienüberträgen	GBP Mio.	22,8	26,0	30,1	35,3	42,2
Anteil Rückvers. an den ausstehenden Ansprüchen	GBP Mio.	24,9	27,9	28,1	29,5	31,4
Forderungen	GBP Mio.	57,8	48,1	46,3	56,5	71,4
Forderungen aus Direktversicherungen	GBP Mio.	41,5	38,2	36,8	44,9	56,7
Forderungen aus Rückversicherungen	GBP Mio.	13,3	5,9	5,7	7,0	8,8
Sonstige Forderungen	GBP Mio.	2,9	4,0	3,8	4,7	5,9
Forderungen aus L&L und Rechnungsabgrenzungsposten	GBP Mio.	14,2	18,0	10,3	11,0	12,0
Aufgelaufene Zinsen	GBP Mio.	0,3	0,3	0,3	0,4	0,5
Akquisitionskosten	GBP Mio.	13,1	14,9	7,4	7,4	7,4
Sonstige Vorauszahlungen	GBP Mio.	0,9	2,8	2,7	3,2	4,1
Barreserven und andere liquide Mittel	GBP Mio.	21,1	25,7	28,4	49,4	80,2
Summe Aktiva	GBP Mio.	165,5	188,9	237,5	276,1	331,7
Eigenkapital	GBP Mio.	-4,0	-9,8	-9,1	-1,4	9,8
Eigenkapitalquote	%	-2,4%	-5,2%	-3,8%	-0,5%	3,0%
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	-9,8	-2,1	9,1
Minderheitsanteile	GBP Mio.	2,6	2,8	2,8	2,8	2,8
Versicherungstechnische Rückstellungen	GBP Mio.	111,3	138,3	154,4	178,8	213,6
Rückstellungen für Prämienüberträge	GBP Mio.	53,2	62,4	69,5	78,1	89,2
Rückstellungen auf Versicherungsansprüche	GBP Mio.	58,0	75,9	84,9	100,8	124,4
Verbindlichkeiten	GBP Mio.	50,2	51,3	83,3	88,4	96,0
Verbindlichkeiten aus Direktversicherungen	GBP Mio.	3,8	3,3	3,2	3,9	4,9
Verbindlichkeiten aus Rückversicherungen	GBP Mio.	23,2	15,3	14,7	17,9	22,7
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	6,6	8,3
Anleihe	GBP Mio.	18,0	27,1	60,0	60,0	60,0
Rechnungsabgrenzungsposten	GBP Mio.	5,5	6,4	6,1	7,5	9,5
Summe Passiva	GBP Mio.	165,5	188,9	237,5	276,1	331,7
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%
Sonstige 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%	39,4%	34,0%	28,3%
Grundstücke	%	1,2%	1,4%	1,5%	1,3%	1,1%
Finanzinvestitionen	%	13,5%	21,2%	38,0%	32,6%	27,2%
davon Wertpapiere	%	5,7%	11,0%	29,8%	25,7%	21,4%
davon Spareinlagen	%	7,7%	10,2%	8,1%	7,0%	5,8%
Goodwill	%	0,1%	0,0%	0,1%	0,1%	0,1%
Sonstige langfristige Vermögenswerte	%	0,1%	0,2%	0,1%	0,1%	0,1%
Anteil der Rückvers. an technischen Rückstellungen	%	28,8%	28,5%	24,5%	23,5%	22,2%
Anteil Rückvers. an den Prämienüberträgen	%	13,8%	13,8%	12,7%	12,8%	12,7%
Anteil Rückvers. an den ausstehenden Ansprüchen	%	15,0%	14,8%	11,8%	10,7%	9,5%
Forderungen	%	34,9%	25,5%	19,5%	20,5%	21,5%
Forderungen aus Direktversicherungen	%	25,1%	20,2%	15,5%	16,2%	17,1%
Forderungen aus Rückversicherungen	%	8,0%	3,1%	2,4%	2,5%	2,7%
Sonstige Forderungen	%	1,8%	2,1%	1,6%	1,7%	1,8%
Forderungen aus L&L und Rechnungsabgrenzungsposten	%	8,6%	9,5%	4,4%	4,0%	3,6%
Aufgelaufene Zinsen	%	0,2%	0,2%	0,1%	0,1%	0,1%
Akquisitionskosten	%	7,9%	7,9%	3,1%	2,7%	2,2%
Sonstige Vorauszahlungen	%	0,5%	1,5%	1,1%	1,2%	1,2%
Barreserven und andere liquide Mittel	%	12,8%	13,6%	12,0%	17,9%	24,2%
Summe Aktiva	%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%
Eigenkapital	%	-2,4%	-5,2%	-3,8%	-0,5%	3,0%
Grundkapital	%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Kapitalrücklagen	%	0,4%	0,4%	0,3%	0,3%	0,2%
Gewinnvortrag	%	-2,8%	-5,6%	-4,1%	-0,8%	2,8%
Minderheitsanteile	%	1,6%	1,5%	1,2%	1,0%	0,8%
Versicherungstechnische Rückstellungen	%	67,2%	73,2%	65,0%	64,8%	64,4%
Rückstellungen für Prämienüberträge	%	32,2%	33,0%	29,3%	28,3%	26,9%
Rückstellungen auf Versicherungsansprüche	%	35,1%	40,2%	35,8%	36,5%	37,5%
Verbindlichkeiten	%	30,3%	27,2%	35,1%	32,0%	28,9%
Verbindlichkeiten aus Direktversicherungen	%	2,3%	1,8%	1,3%	1,4%	1,5%
Verbindlichkeiten aus Rückversicherungen	%	14,0%	8,1%	6,2%	6,5%	6,8%
Verbindlichkeiten gegenüber Kreditinstituten	%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Sonstige Verbindlichkeiten	%	3,1%	3,0%	2,3%	2,4%	2,5%
Anleihe	%	10,9%	14,3%	25,3%	21,7%	18,1%
Rechnungsabgrenzungsposten	%	3,3%	3,4%	2,6%	2,7%	2,9%
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	0,8	8,6	12,5
Abschreibungen	GBP Mio.	0,1	0,1	0,1	0,2	0,2
Amortisationen	GBP Mio.	0,1	0,2	0,2	0,2	0,3
Δ Forderungen aus Lief. und Leistungen	GBP Mio.	-26,8	5,9	9,5	-10,8	-15,9
Δ Versicherungstechnische Rückstellungen	GBP Mio.	25,5	20,8	11,8	17,8	26,1
Δ Verbindlichkeiten Lieferung und Leistung	GBP Mio.	14,7	-6,7	-1,2	6,5	9,5
Δ Minderheitsanteile	GBP Mio.	0,2	0,1	0,0	0,0	0,0
Zinsertrag	GBP Mio.	-0,6	-1,6	-3,5	-4,8	-5,1
Zinsaufwand	GBP Mio.	0,7	1,1	4,2	4,2	4,2
Unrealisierte Gewinne	GBP Mio.	0,0	0,9	0,0	0,0	0,0
Operativer Cashflow	GBP Mio.	1,3	15,6	22,0	21,8	31,8
Zinsertrag	GBP Mio.	0,6	1,6	3,5	4,8	5,1
Zinsaufwand	GBP Mio.	0,0	-1,1	-4,2	-4,2	-4,2
Ergebnis aus Kapitalanlagen	GBP Mio.	0,5	0,5	-0,7	0,6	0,9
Gezahlte Steuern	GBP Mio.	-0,3	-0,4	-0,1	-0,9	-1,3
Investitionen in Sachanlagen	GBP Mio.	-1,1	-0,8	-0,9	-0,3	-0,3
Investitionen in Finanzanlagen	GBP Mio.	-7,2	-17,9	-50,0	0,0	0,0
Sonstige Investitionen	GBP Mio.	0,4	-0,1	-0,4	-0,3	-0,4
Bereinigungen	GBP Mio.	-0,1	0,0	0,0	0,0	0,0
Investiver Cashflow	GBP Mio.	-7,9	-18,8	-51,3	-0,5	-0,7
Free Cashflow	GBP Mio.	-6,3	-3,0	-30,2	21,0	30,8
Aufnahme von Verbindlichkeiten	GBP Mio.	17,8	8,5	32,9	0,0	0,0
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	32,9	0,0	0,0
Zahlungsmittelzufluss (netto)	GBP Mio.	11,5	5,5	2,7	21,0	30,8
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	28,4	49,4
Liquide Mittel am Ende der Periode	GBP Mio.	21,1	25,7	28,4	49,4	80,2
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	147,0	179,3	226,7
Automobil	GBP Mio.	106,4	139,7	132,4	163,4	207,9
Feuer und Grundstück	GBP Mio.	0,2	0,4	0,5	0,5	0,6
Rechtsschutz	GBP Mio.	14,0	-0,2	0,4	1,0	3,0
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%	-3,8%	22,0%	26,4%
Automobil	%	94,9%	31,3%	-5,2%	23,4%	27,3%
Feuer und Grundstück	%	n/a	85,9%	9,6%	10,5%	11,3%
Rechtsschutz	%	-3,6%	-101,8%	-261,4%	138,8%	211,7%
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%	90,1%	91,1%	91,7%
Feuer und Grundstück	%	0,2%	0,3%	0,3%	0,3%	0,3%
Rechtsschutz	%	10,4%	-0,2%	0,3%	0,5%	1,3%
Hausrat	%	5,3%	2,9%	3,1%	2,7%	2,2%
Sonstige	%	5,2%	5,5%	6,2%	5,4%	4,5%
Rückversicherungsbilanz	GBP Mio.	-15,3	-18,1	-2,5	10,4	12,9
Automobil	GBP Mio.	-10,7	-17,2	-0,7	11,8	14,3
Feuer und Grundstück	GBP Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Rechtsschutz	GBP Mio.	-3,6	0,2	-0,4	-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 I 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	147,0	179,3	226,7
Gebuchte Nettoprämien	GBP Mio.	77,3	87,0	80,7	114,6	161,3
Verdiente Beiträge für eigene Rechnung	GBP Mio.	68,0	81,0	77,7	111,2	157,0
Versicherungstechnisches Ergebnis	GBP Mio.	-0,7	9,3	11,8	20,3	28,3
Ergebnis aus Kapitalanlagen	GBP Mio.	0,6	1,6	3,5	4,8	5,1
Ergebnis vor Ertragsteuern	GBP Mio.	-12,6	-5,2	0,8	8,6	12,5
Ergebnis nach Steuern	GBP Mio.	-12,8	-5,8	0,7	7,7	11,3
Anzahl Mitarbeiter		32	48	52	62	72
Profitabilitätskennzahlen						
Gebuchte Bruttoprämien	%	57,3%	56,9%	54,9%	63,9%	71,1%
Abgegebene Rückversicherungsbeiträge	%	42,7%	43,1%	45,1%	36,1%	28,9%
Aufwendungen für Versicherungsfälle	%	-68,4%	-65,2%	-63,0%	-58,7%	-59,0%
davon Schadenaufwendungen (netto)	%	-44,5%	-46,9%	-59,1%	-51,8%	-52,1%
davon Δ Rückstellungen	%	-23,8%	-18,3%	-3,9%	-7,0%	-6,9%
Aufwendungen für den Versicherungsbetrieb	%	-32,2%	-24,3%	-22,9%	-23,6%	-23,3%
Combined Ratio	%	100,6%	89,5%	85,9%	82,3%	82,3%
Operating Ratio	%	99,8%	87,5%	81,4%	78,0%	79,0%
Schadenquote	%	68,4%	65,2%	63,0%	58,7%	59,0%
Versicherungstechnische Rückst. /Verdiente Prämien	%	93,5%	104,1%	123,8%	102,6%	89,2%
Versicherungstechnisches Ergebnis	%	-1,0%	11,5%	15,1%	18,2%	18,0%
Ergebnis vor Ertragsteuern	%	-18,5%	-6,4%	1,0%	7,7%	8,0%
Ergebnis nach Steuern	%	-18,8%	-7,1%	0,9%	6,9%	7,2%
ROE	%	318,1%	59,1%	-6,9%	-537,9%	114,5%
ROA	%	-7,7%	-3,1%	0,3%	2,8%	3,4%
Wachstumsraten						
Gebuchte Bruttoprämien	%	n/a	13,3%	-3,8%	22,0%	26,4%
Gebuchte Nettoprämien	%	n/a	12,5%	-7,2%	42,1%	40,7%
Verdiente Beiträge für eigene Rechnung	%	n/a	19,2%	-4,2%	43,1%	41,3%
Versicherungstechnisches Ergebnis	%	n/a	-1510,5%	26,4%	72,6%	39,6%
Ergebnis aus Kapitalanlagen	%	n/a	178,4%	118,9%	39,7%	5,4%
Ergebnis vor Ertragsteuern	%	n/a	-58,9%	-114,8%	1017,3%	46,5%
Ergebnis nach Steuern	%	n/a	-54,6%	-111,6%	1041,4%	46,5%
Anzahl Mitarbeiter	%	n/a	50,0%	8,3%	19,2%	16,1%
QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHERE 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
davon Finanzinvestitionen	GBP Mio.	0,0	5,5	13,6	15,1
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.	2,3	5,1	8,2	8,7
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/durchschn. EK	x	4,2	3,8	5,9	5,1
Vers.-technische Rückst. (netto)/durchschn. EK	x	2,6	2,3	3,9	4,5
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	%	n/a	n/a	n/a	n/a
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	%	-8,1%	-30,5%	-88,3%	-103,6%
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	93,6	93,7	93,9
davon Finanzinvestitionen	GBP Mio.	22,3	40,1	90,1	90,1	90,1
Versicherungstechnische Rückstellungen	GBP Mio.	111,3	138,3	154,4	178,8	213,6
Versicherungstechnische Rückstellungen (netto)	GBP Mio.	63,6	84,4	96,2	114,0	140,1
Eigenkapital	GBP Mio.	-4,0	-9,8	-9,1	-1,4	9,8
EK-Quote	%	-2,4%	-5,2%	-3,8%	-0,5%	3,0%
Nettoverschuldung	GBP Mio.	-3,1	1,4	31,6	10,6	-20,2
Financial Leverage (Finanzverb./Eigenkapital)	%	-448,4%	-284,6%	-648,6%	-4193,2%	609,6%
Kennzahlen aus dem Versicherungswesen						
Verdiente Beiträge/durchschn. EK	x	32,7	-12,6	-8,5	-21,7	38,3
Vers.-technische Rückst. (netto)/durchschn. EK	x	26,9	-12,2	-10,2	-21,6	33,3
Versicherungstechnische Rückstellungen vs. Bruttoprämien	%	82,5%	90,5%	105,1%	99,7%	94,2%
Versicherungstechnische Rückstellungen vs. Nettoprämien	%	82,2%	97,0%	119,2%	99,5%	86,9%
Technischer Deckungsgrad	%	143,9%	159,0%	191,4%	156,0%	132,5%
Leverage (netto)	x	-142,7	-32,5	-41,8	244,9	32,5
Leverage (brutto)	x	-177,4	-40,2	-50,9	293,8	38,3
Finanzinvestitionen/Verdiente Beiträge	%	32,7%	49,5%	116,1%	81,1%	57,4%
Ergebnis aus Kapitalanlagen/Finanzinvestitionen	%	2,5%	6,0%	2,9%	5,3%	5,6%
Liquiditätsquote	%	33,2%	30,4%	29,5%	43,3%	57,2%
Leverage Ratio	x	-5,6	-4,1	-9,9	-63,0	9,2
Δ Nettoschadenrückstellungen/EK	%	404,2%	151,4%	30,8%	540,6%	-110,0%
Δ Nettoschadenrückstellungen/Jahresüberschuss	%	127,1%	256,3%	-448,7%	-100,5%	-96,0%
Δ Schadenrückstellungen/Verdiente Beiträge	%	-23,8%	-18,3%	-3,9%	-7,0%	-6,9%
Schadenreservierung	%	-238,7%	-212,7%	-208,7%	-187,2%	-152,6%
Anteil RV an ausstehenden Ansprüchen/EK	%	-968,0%	-84,4%	-89,8%	526,5%	70,0%
Zinsdeckungsgrad (EBIT/Zinsaufwand)	x	-450,0	-2,8	1,2	3,0	4,0
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	96,84	120,17	113,37
EBIT Interest Coverage	x	n/a	92,24	115,50	105,66
Kennzahlen zur Verschuldung					
Total Debt/EBITDA	x	0,45	0,00	0,00	0,00
Total Net Debt/EBITDA	x	-0,49	-1,09	-1,26	-4,03
Kennzahlen zur Kapitalstruktur					
Risk Bearing Capital	x	0,20	0,22	0,15	0,12
Total Debt/Capital	x	0,27	0,00	0,00	0,00
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	9,3	5,8
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	-3,3	-8,6	1,3
Free Cashflow	GBP Mio.	2,0	2,3	0,4	3,5
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	9,9
Operating Cashflow t	GBP Mio.	2,0	7,8	9,9	7,7

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	-443,48	-2,55	1,26	3,13	4,11
EBIT Interest Coverage	x	-449,99	-2,83	1,18	3,04	3,98
Kennzahlen zur Verschuldung						
Total Debt/EBITDA	x	-1,45	-10,10	11,36	4,57	3,48
Total Net Debt/EBITDA	x	0,25	-0,52	5,98	0,81	-1,17
Kennzahlen zur Kapitalstruktur						
Risk Bearing Capital	x	-0,01	-0,04	-0,03	0,00	0,04
Total Debt/Capital	x	1,08	1,35	1,12	0,98	0,83
Erweiterte Kennzahlen						
EBITDA	GBP Mio.	-12,4	-2,7	5,3	13,1	17,2
EBIT	GBP Mio.	-12,6	-3,0	5,0	12,8	16,7
Bruttoprämien	GBP Mio.	134,8	152,7	147,0	179,3	226,7
Gesamte Zinszahlungen	GBP Mio.	0,0	1,1	4,2	4,2	4,2
Funds from operations	GBP Mio.	-12,6	-5,5	1,0	8,1	11,8
Operativer Cashflow	GBP Mio.	0,9	14,5	21,1	21,6	31,5
Bilanzsumme	GBP Mio.	165,5	188,9	237,5	276,1	331,7
Nettoverschuldung	GBP Mio.	-3,1	1,4	31,6	10,6	-20,2
Free Cashflow an die Bondholder	GBP Mio.	-15,0	-23,1	-81,5	20,5	30,1
Free Cashflow	GBP Mio.	-7,1	-4,3	-30,2	21,0	30,8
Gesamtverschuldung	GBP Mio.	18,0	27,1	60,0	60,0	60,0
Außerbilanzielle Verpflichtungen	GBP Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Einbehaltene Gewinne	GBP Mio.	-4,7	-10,5	-9,8	-2,1	9,1
Finanzverbindlichkeiten/EBITDA	x	-1,4	-10,1	11,4	4,6	3,5
Funds from Operations/Gesamtverschuldung	x	-0,7	-0,2	0,0	0,1	0,2
Funds from Operations/Nettoverschuldung	x	4,0	-3,9	0,2	0,3	0,4
Operating Cashflow t-4	GBP Mio.	2,0	7,8	9,9	7,7	1,3
Operating Cashflow t-3	GBP Mio.	7,8	9,9	7,7	1,3	15,6
Operating Cashflow t-2	GBP Mio.	9,9	7,7	1,3	15,6	22,0
Operating Cashflow t-1	GBP Mio.	7,7	1,3	15,6	22,0	21,8
Operating Cashflow t	GBP Mio.	1,3	15,6	22,0	21,8	31,8

QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL PROGNOSEN

Überblick über die Anleihebedingungen: Erstanleihe

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)	n/a
Emissionsrating	A- (bestätigt am 29.08.2014)
Status	Nicht nachrangig
Besicherung	Nicht besichert
Garantien	-
Mittelverwendung	Organisches Wachstum
	Gewinnverwendungsvorschrift: 50% der monatlichen Nettoerträge auf Sonderkonto, bis Zinszahlung und Tilgung gewährleistet ist
Covenants	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)	-
	Aus steuerlichen Gründen
Vorzeitiges Kündigungsrecht Gläubiger (Put)	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

Überblick über die Anleihebedingungen: Folgeanleihe

Emittentin	Enterprise Holdings Holdings Ltd. (GBR)
Emissionsvolumen	Bis zu EUR 85,0 Mio.
davon platziert	n/a
Stückelung	EUR 1.000,00
Laufzeit	30.03.2015-30.03.2020 (5 Jahre)
Valuta	30.03.2015
Kupon	7,00%
Zinszahlungstermin	Jährlich am 30.03.
Emittentenrating (Creditreform)	n/a
Emissionsrating	BBB+ (Creditreform)
Status	Nicht nachrangig
Besicherung	Nicht besichert
Garantien	-
Mittelverwendung	Organisches Wachstum Externes Wachstum Umtauschangebot für Gläubiger der Erstanleihe Gewinnverwendungsvorschrift: Monatlich 10% der jährlichen Zinszahlungen auf Sonderkonto Ausschüttungssperre
Covenants	Limitation of Asset Sale Negativverpflichtung Change of Control Cross Default (EUR 5,0 Mio.)
Negativverpflichtung	Keine Sicherheiten zur Besicherung von Kapitalmarktverbindlichkeiten
Sonderrechte der Anleihegläubiger	-
Ausgabekurs	100,0%
Rückzahlungskurs	100,0%
Vorzeitiges Kündigungsrecht Emittentin (Call)	-
Vorzeitiges Kündigungsrecht Gläubiger (Put)	Bei Verletzung der Covenants
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	EOHA.DE
Bloomberg	EOHA:GR
ISIN	DE000A1ZWPT5
WKN	A1ZWPT

QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL

Diese Seite wurde absichtlich frei gelassen.

Diese Seite wurde absichtlich frei gelassen.

Diese Seite wurde absichtlich frei gelassen.

Diese Studie wurde erstellt durch die



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)
19. März 2015	-	-	1; 2; 8
25. November 2014	-	-	1; 8
24. Oktober 2014	-	-	1; 8
3. Juli 2014	-	-	1; 8
2. Januar 2014	-	-	1; 2; 8
18. März 2015	-	-	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.