

DVF Deutsche Familienversicherung

DER DIGITALEN WERTSCHÖPFUNGSKETTE GEHÖRT DIE ZUKUNFT

Trotz der sonst üblichen Begeisterung für alle Themen rund um die Digitalisierung blieb die Börse bei der DFV Deutsche Familienversicherung AG zunächst zurückhaltend und musste offenbar erst noch von den sich aus Sicht des Vorstands bietenden Chancen überzeugt werden, schrieben wir im NJ 7/19 bei einem Kurs von € 10.35. Seit der Emission zu € 12 am 04.12.2018 ging es unter Schwankungen abwärts. Der anschließende Aufschwung führte über € 18.44 (s. NJ 5/20) bis auf € 28.50, bevor seit August 2020 wieder Verkäufe überwiegen und der Kurs auf aktuell € 19.20 nachgab. Auf diesem Niveau sehen wir die DFV-Aktie als günstig bewertet an und widmen dem Unternehmen erstmals eine Titelgeschichte.

Die 2007 gegründete DFV Deutsche Familienversicherung AG bezeichnet sich als „wachstumsstarkes Insurtech-Unternehmen, das als digitale Versicherung mit eigenen Produkten die komplette Wertschöpfungskette abdeckt. Angeboten werden Krankenzusatzversicherungen in den Bereichen Zahn-, Kranken- und Pflege sowie Unfall- und Sachversicherungen, die „Menschen wirklich brauchen und verstehen (einfach, vernünftig)“. Das im eigenen Haus entwickelte IT-System ermöglicht den Abschluss für die durchweg digitalen Produkte über digitale Sprachassistenten.

Seit Dezember 2018 an der Börse

Der anfangs nur geringe Streubesitz von 12.27 %, der naturgemäß Kursschwankungen begünstigte, ist inzwischen auf 26.1 % ausgeweitet worden – die Volatilität ist geblieben. Der Gründer und Vorstandsvorsitzende Dr. Stefan Knoll hielt beim Börsen-

gang 21.31 % der Aktien, aktuell sind es 19.5 %.

Zur Erinnerung: Im Geschäftsjahr 2019 stiegen die gebuchten Bruttoprämien um 36.7 % auf € 90.9 (66.5) Mio. Bei einem relativ geringeren Anteil der Rückversicherer beliefen sich die verdienten Nettoprämien auf € 54.4 (36.1) Mio.; hinzu kamen € 3.4 (-2.3) Mio. aus den zur Veräußerung gehaltenen Finanzanlagen in Höhe von € 121.7 (90.1) Mio. Das negative Ergebnis vor Steuern vergrößerte sich auf € -5.2 (4.5) Mio. Nach EE-Steuern verblieb ein Verlust von € -2.1 (-3.3) Mio. Der Cashflow aus laufender Geschäftstätigkeit konnte zwar auf € 14.3 (6.6) Mio. mehr als verdoppelt werden, lag jedoch deutlich unter den Ausgaben für Investitionen, so dass sich die liquiden Mittel auf € 38 (9) Mio. reduzierten. Auf das Eigenkapital von € 64.5 (59.2) Mio. entfiel ein Anteil von 33.8 (38.1) % an der auf € 190.6 (155.3) Mio. ausgeweiteten Bilanzsumme.

Früh Vorschusslorbeer verteilt

Der vor einem Jahr bei € 10.59 einsetzende Kursaufschwung endete im Januar 2020 bei € 19.80 und damit auch einer Verdoppelung des Börsenwerts von € 140.5 Mio. (bei 13.26 Mio. Aktien) auf € 288.8 Mio. (bei 14.59 Mio. Aktien). Es folgte eine Konsolidierungsphase zwischen € 17 und 19. Ausgangspunkt des Anstiegs war neben den Erwartungen an ein gutes Geschäftsjahr die Meldung, ab Juli 2021 gemeinsam mit Partnern und einem eigenen Anteil von 35 % den ca. 400 000 Tarifbeschäftigten der Chemie- und Pharmaindustrie das Angebot einer Pflegezusatzversicherung bei einem geplanten Kollektiv-Beitrag von € 33.65 un-

terbreiten zu können. Damit wurde an der Börse schon Vorschusslorbeer verteilt; denn es waren und sind erhebliche Investitionen, u. a. für die Einstellung neuer Mitarbeiter, notwendig, denen im laufenden Geschäftsjahr noch keine Erträge gegenüberstehen. Gleichzeitig erfordert die Erfüllung der Zielsetzung, wie im Vorjahr erneut 100 000 Neuverträge mit einem Ertrag von ca. € 30 Mio. abzuschließen, einen erheblichen Aufwand. Per saldo ist der Bestand 2019 um 59 140 Verträge auf eine Gesamtzahl von 514 194 gewachsen.

Vom Lockdown wenig betroffen

Für das laufende Geschäftsjahr war ein Anstieg der Bruttoprämien um ca. 30 % geplant, wobei offen blieb, wie hoch der Anteil der Rückversicherer ausfallen sollte. Der zu erwartende Verlust wurde vom CEO im März mit € -9 bis -11 Mio. beziffert. Von den sich abzeichnenden Auswirkungen des Lockdown sah sich die DFV gemäß Aussagen von Knoll damals trotz aller Unsicherheiten für die kommenden Monate kaum betroffen, da sich die Ausrichtung auf das Online-Geschäft auszahle. Der Kursverfall an den Börsen führte jedoch zu einer Verminderung der Kapitalanlagen von € 122.7 auf 112.4 Mio. und der liquiden Mittel von € 27 auf 4 Mio. Der Verlust lag daher im ersten Quartal mit € -5.6 Mio. deutlich über den erwarteten € -2.5 Mio. Die Prognose für das Gesamtjahr wurde jedoch bestätigt, zumal die 28 000 (30 000) neuen Verträge über dem Planwert von 25 000 lagen. Die Prämien sind um € 25 Mio. auf € 108.2 Mio. angestiegen.

Erfolgreiche Kapitalerhöhung

Die Seitwärtsbewegung endete im Juni; die

DFV Deutsche Familienversicherung AG,
Frankfurt a. M.

Branche: Versicherung

Telefon: 069/743046396

Internet: www.deutsche-familienversicherung.de

ISIN DE000A2NBVD5,

14 587 780 Stückaktien, AK € 29 175 560

Aktionäre: Luca Pesarini 21.1 %, SK Bet.

(Dr. Knoll) 19.5 %, VPV LV 14.3 %, A. Vogel 9.6 %, E. und N. Vogel 9.6 %, Streubesitz 26.1 %

Kennzahlen	H1 2020	H1 2019
Bruttobeiträge	53.7 Mio.	41.8 Mio.
EBIT	-5.98 Mio.	-3.59 Mio.
Periodenergebnis	-4.08 Mio.	-2.76 Mio.
Ergebnis je Aktie	-0.31	-0.21
EK-Quote	29.5 %	36 %

Kurs am 23.10.2020:

€ 19.20 (Xetra), 28.50 H / 9.70 T

KGV 2020e neg., 2021e 48, KBV 4.76 (6/20)

Börsenwert: € 280.1 Mio.



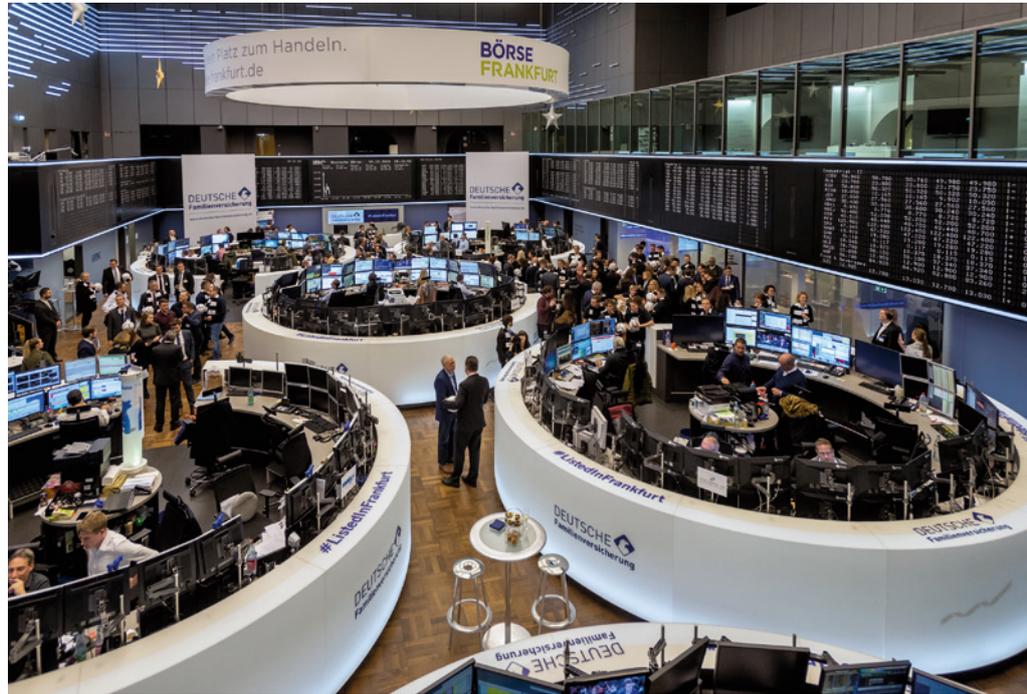
Die Börse schaut noch auf aktuelle Verluste und nicht auf künftige Gewinne.

FAZIT: Die DFV Deutsche Familienversicherung AG ist an den deutschen Börsen einmalig – der Doppelsinn des Wortes ist bewusst gewählt worden. Für Vergleiche kann mittlerweile das US-Insurtech Lemonade herangezogen werden. Die besondere Stellung hier zu Lande ergibt sich aus dem Online-Vertrieb und der Digitalisierung aller Geschäftsabläufe. Gründer, Großaktionär und CEO Dr. Stefan Knoll weist immer wieder auf die konsequente Umsetzung dieser Strategie hin, um die ab dem kommenden Jahr angestrebten schwarzen Zahlen zu erreichen. Die Börse schwankt, wie der Kursverlauf zeigt, zwischen Zustimmung und Skepsis, so dass gegenwärtig das Potenzial des digitalen Geschäftsmodells noch nicht im Kurs enthalten ist. **KH**

Aktie setzte zum nächsten Sprung an, der bis auf € 28.50 führte. Dieses Niveau galt nur kurze Zeit, da bereits Ende Juli und damit relativ schnell nach der Kapitalerhöhung vom 06.07.2020 nach Börsenschluss um 10 % bzw. 1.326 Mio. Aktien ein Abwärtstrend einsetzte. Unter Ausschluss des Bezugsrechts wurden die Aktien im Rahmen einer Privatplatzierung zu € 24.40 angeboten und erbrachten somit einen Bruttoerlös von € 32.2 Mio. Der Emissionserlös sollte der Finanzierung des weiteren Wachstums und der Ausweitung des Produktportfolios sowie der Gründung neuer Risikoträger dienen, wurde mitgeteilt. Mit der Gründung eines Kranken- und eines Sachversicherers könne mit dem Aufbau einer Konzernstruktur begonnen werden, um sich zu „einem digitalen Versicherungsvollanbieter“ mit der DFV AG als Holding zu entwickeln. Marktbeobachter wiesen auf ein Zusammentreffen mit dem geglückten Börsengang des US-Insurtech Lemonade hin, dessen Aktie sich nach Handelseröffnung auf USD 61.62 mehr als verdoppelt hatte und einem Börsenwert von USD 3.39 Mrd. entsprach. Knoll wörtlich: „Der erfolgreiche Börsenauftritt des amerikanischen Insurtech Lemonade verdeutlicht das hohe Upside-Potenzial für unsere Aktie,“ die zum Höchstkurs von € 28.50 einem Börsenwert von € 415.8 Mio. entsprach. Die Börse entschied sich jedoch anschließend für eine zunehmend skeptische Haltung, so dass sich die Kapitalisierung bei einem Kurs von aktuell € 19.20 auf € 280 Mio. ermäßigte.

H1-Verlauf erwartungsgemäß

Die am 13.08.2020 vorgelegten Zahlen für das erste Halbjahr konnten den Abwärtstrend zwar zunächst bei € 22 bis 24 stoppen, doch kam Ende September erneut Druck auf, der erst bei rund € 19 im Oktober en-



Im Jahr 2018, und damit 11 Jahre nach der Gründung, gelang am 4. Dezember im zweiten Anlauf der Gang an die Frankfurter Börse.

dete. Im ersten Halbjahr wuchsen die vollautomatischen Leistungsfälle um 54 %; das fast durchweg digitalisierte Geschäftsmodell bewährte sich wie bisher auch in der Zeit des Lockdown. Gleichzeitig wurden Produkte überarbeitet und die Vorbereitungen auf den Start der branchenweiten Pflegezusatzversicherung im Juli 2021 fortgesetzt, bei der inzwischen von ca. 0.5 Mio. Verträgen mit einem DFV-Anteil von ca. € 75 Mio. ausgegangen wird. Die Neuverträge gingen zwar auf 46415 (49105) zurück, doch gab es im Vorjahr einen Sondereffekt aus der Zusammenarbeit mit Henkel, so dass bereinigt ein Plus von 16 % zu Buche steht. Die gebuchten Erträge wuchsen um 28.3 % auf € 53.7 (41.8) Mio.; der Anteil der Rückversicherer daran nahm auf

47.2 (38.5) % zu. Der Periodenverlust erhöhte sich auf € -4.1 (-2.8) Mio. Das negative Ergebnis von € -19 Mio. aus den Kapitalanlagen ist auf Aktienverkäufe im März zurückzuführen, die sich im Nachhinein als Fehler herausstellten, so Knoll.

Ab 2021 schwarze Zahlen

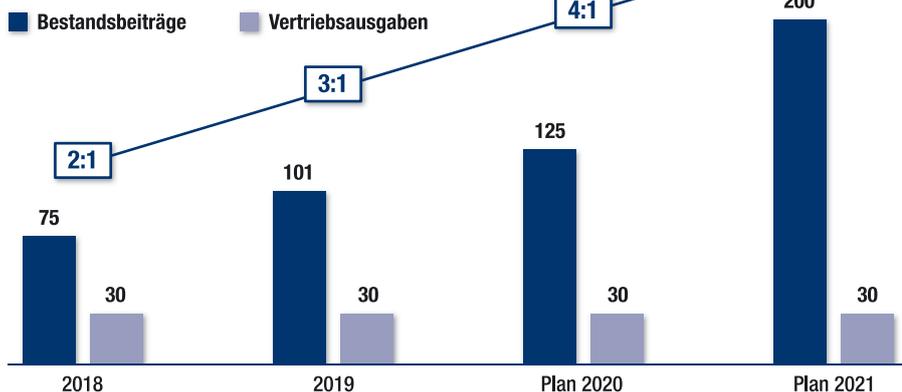
Zur Jahresmitte lag die Combined Ratio bei 108.1 (110.5) % und die Schadenquote bei unverändert 60.5 %. Aus dem Bestand von 535 830 (514 104) Verträgen flossen € 114.3 (101.2) Mio. zu. Das Eigenkapital ermäßigte sich auf € 58.9 (64.5) Mio., die Solvency Ratio auf 218 (264) %. Die Werte sind auf Grund der Kapitalerhöhung nach dem Bilanzstichtag angestiegen, ebenso die liquiden Mittel, die sich zum 30.06.2020 auf € 3.1 (16) Mio. beliefen. Die Planung für das Geschäftsjahr 2020 geht weiterhin von ca. 100 000 Neuverträgen und einem Bestandsvolumen von ca. € 125 Mio. aus. Die Marktwerte der Kapitalanlagen lagen zur Jahresmitte im Durchschnitt oberhalb der Einstandswerte. Bei fortgesetzten Investitionen in das Wachstum wird unverändert von einem Verlust zwischen € -9 bis -11 Mio. ausgegangen. In 2021 sollen die Vorleistungen für die „CareFlex Chemie“-Verträge bereits vollständig ausgeglichen werden. Bei den Bestandsprämien ist eine Verdoppelung der Verträge auf ca. 1.1 Mio. mit einem Volumen von ca. € 200 Mio. geplant. Bei „Fortschreibung der derzeitigen Geschäftspolitik“ wird dann auch ab dem Geschäftsjahr 2021 mit positiven Ergebnissen gerechnet.

DAS VERHÄLTNISS BESTAND ZU NEUGESCHÄFTSAUFWAND ENTSCHIEDET

Verhältnis Bestandsbeiträge zu Vertriebsausgaben (Plan) in Mio. €

Erreichen der Gewinnzone:

Ab einem Verhältnis von 4:1 kann von einer Versicherung erwartet werden, dass sie profitabel ist.



Quelle: Deutsche Familienversicherung AG

Klaus Hellwig

DFV Deutsche Familienversicherung

„ICH HABE NOCH NIE EINE DFV-AKTIE VERKAUFT“

Die DFV Deutsche Familienversicherung AG verfügt über ein offensichtlich überlegenes Geschäftsmodell. Die konsequente Ausrichtung auf digitale Abläufe wurde von Beginn an umgesetzt. Über die aktuelle Situation im Zeichen der Coronapandemie und die angestrebten Ziele sprachen wir mit Gründer, Großaktionär und CEO Dr. Stefan Knoll.

NJ: Herr Dr. Knoll, eine Versicherung zu gründen, erfordert naturgemäß viel Wissen, aber noch mehr Mut. Wie kam es zu Ihrer Entscheidung?

Dr. Knoll: Ich bin seit 1994, nachdem ich vorher bei der Allianz als Leiter Vertrieb gekündigt hatte, Unternehmer, und die Deutsche Familienversicherung ist mein drittes Unternehmen. Ich wollte schon immer eine Versicherung gründen, jedenfalls seit ich realisiert habe, dass die Allianz auch nur von zwei Gründern ins Leben gerufen worden ist. Wenn ich das erst im Jahr 2007 realisieren konnte, dann einfach deshalb, weil mir für dieses kapitalintensive Geschäft einer Versicherung das Geld gefehlt hat. Und auch noch 2007, als wir dann die Deutsche Familienversicherung gegründet haben, hätte uns kein Investor für diese Idee auch nur einen Cent gegeben. Ich habe 1994 mit DIATEL DIREKT mein erstes Unternehmen, 2000 das zweite Unternehmen, die SNT Deutschland AG, gegründet. Mit dem Verkauf der SNT Deutschland im Jahr 2005 beim Stand von 3500 Mitarbeitern und € 200 Mio. Umsatz hatten wir endlich ausreichend Geld, um eine Versicherungsgesellschaft zu gründen. Ein langer Weg bis zur Deutschen Familienversicherung und damit zu dem am schnellsten wachsenden Versicherungsunternehmen Deutschlands.

NJ: Die derzeitige Lage bestätigt Ihre grundsätzliche Entscheidung?

Knoll: Ja. Ich habe das Unternehmen 2007 gegründet und mit privatem Geld aufgebaut. Gemeinsam mit meinem Gründungspartner und einem weiteren Freund haben wir bis zum Börsengang € 38,5 Mio. aus versteuertem Einkommen in das Unternehmen investiert. Die Tatsache, dass wir im Jahr nach dem Börsengang das Wachstum verdoppelt, 2019 alle Ziele erreicht haben und auch 2020 überall „on track“ sind zeigt, dass wir alles richtig machen. Wir reden nicht nur, sondern liefern regelmäßig und zuverlässig und wachsen stärker als je zuvor. Hinzu kommt, dass sich das Unternehmen durch CareFlex Chemie ab dem 01.07.2021 verdoppeln wird. Die DFV erhält durch den Deal nächstes Jahr 500 000 neue Kunden und ca. € 70 Mio. zusätzliche Prämieinnahmen, ein enormer Wachstumsschub.

NJ: Mit den Verträgen ab 2021 in der Chemie- und Pharmabranche erreichen Sie einen Meilenstein. Sind Sie bis dahin gewappnet?

Knoll: Absolut. Als Co-Konsortiaführer verantworten wir das Produkt und die Bestandsführung, deshalb sind wir bereits jetzt mit den entsprechenden

Vorbereitungen beschäftigt. Im Übrigen hatten wir uns auch für dieses Jahr eine Steigerung der Bruttobeiträge um € 30 Mio. vorgenommen und die Steigerung des Bestandsvolumens von € 101 auf 125 Mio. geplant. Auch diesbezüglich sind wir im Zeitziel. Somit wird uns bis nächstes Jahr nicht langweilig.

NJ: Dennoch zeigt sich die Börse wieder skeptisch. Warum werden Ihre Vorleistungen nicht ausreichend gewürdigt?

Knoll: Wir haben den Unternehmenswert seit Oktober 2019 verdoppelt. Das finde ich sehr ordentlich. Ich habe nahezu mein gesamtes Vermögen in die DFV investiert und seit dem IPO noch nie Aktien verkauft. Im Gegenteil, seit dem IPO habe ich sogar mehrfach zugekauft. Wenn der Kurs also mal Rücksetzer erfährt, macht mich das nicht nervös. Ich bin von meinem Unternehmen nachhaltig überzeugt und habe persönliches Interesse, dass sich der Kurs weiter nach oben entwickelt, was er auch tun wird.

NJ: Kann das „CareFlex“-Modell auch auf andere Branchen übertragen werden, und welches Potenzial ist Ihrer Meinung nach vorhanden?

Knoll: Ja. Aber wir werden jetzt erst einmal CareFlex Chemie umsetzen müssen. Andere Branchen werden dies beobachten und sich dann bei uns melden. Wir führen auch schon erste Gespräche. Aber auch die Realisierung von CareFlex hat ca. fünf Jahre gedauert. Daher sollte man nicht zu schnell zuviel erwarten.

NJ: Wenn spätestens ab 2022 die Vertriebskosten im Verhältnis zu den Bestandseinnahmen abnehmen, müssten doch dauerhaft Überschüsse anfallen?

Knoll: Die Vertriebskosten bleiben stabil, es werden aber die Beitragseinnahmen immer weiter zunehmen. Entscheidend ist, in welchem Umfang der Bestand im Verhältnis zu den Neugeschäftsaufwendungen wächst. Ich möchte dieses Szenario am Beispiel von 2019 erläutern: Zu Beginn dieses Jahres betrug der Bestand, also die Prämieinnahmen, rund € 75 Mio. Bei Vertriebsausgaben von rund € 30 Mio. im selben Jahr, hatten diese beiden Werte ein Verhältnis von 2:1 zueinander. Im laufenden Geschäftsjahr 2020 sind wir mit € 100 Mio. Bestandsvolumen gestartet und geben auch wieder € 30 Mio. für unseren Vertrieb aus, das entspricht einem Verhältnis von 3:1. Im nächsten Jahr würde dieses bei Fortschreibung unserer normalen Geschäftstätigkeit und stabilen Ausgaben für Vertrieb bei 4:1 liegen. Ab einem Verhältnis von 5:1 erwirtschaftet eine Versicherungsgesellschaft typischerweise Gewinne, sofern sie keine Fehler begeht und die Schadenquoten sich planmäßig entwickeln. Durch CareFlex wird diese Entwicklung lediglich um ein Jahr vorgezogen.

NJ: Wäre es denkbar, dass die Vertriebskosten für ein noch stärkeres Wachstum wieder hochgefahren und Verluste in Kauf genommen werden?



CEO Dr. Stefan Knoll setzt auf Expansion.

Knoll: Verluste kann sich keiner auf Dauer leisten. Am Ende muss schon ein Renditeziel stehen, weil es sich sonst um eine Wette handelt, nämlich solange Verlust zu machen, bis man einen Blöden findet, der in diesem Umstand ein Wertsteigerungspotenzial sieht. Als Unternehmer bin ich es gewohnt, Opportunitäten und Occasionen zu nutzen. Da muss man abwägen, und wenn insgesamt ein profitables Ergebnis in einer hinreichenden Wahrscheinlichkeit zu erwarten ist, muss man die Chance ergreifen. Verlassen wir dabei die bisherigen linearen Vertriebsausgaben, wird unter Umständen die Profitabilität nach hinten geschoben. Aber aktuell planen wir ab 2021 durchgängig profitabel zu sein.

NJ: Was wird zuerst umgesetzt, die Ausweitung auf das Ausland oder eine Konzernstruktur mit der DFV AG als Holding, die wie aussieht?

Knoll: Wir wollen zeitnah die Voraussetzungen dafür schaffen, die Deutsche Familienversicherung durch eine Erweiterung unseres Produktportfolios schrittweise von einem Nischen- zu einem Vollanbieter auszubauen. Und dazu bedarf es eines Kranken-, eines Sach- und eines Lebensversicherers. Nicht zuletzt wird uns die nationale Genehmigung des Betriebs einer Kranken-, Sach- und Lebensversicherung bei unserer angestrebten Expansion in weitere Märkte der Eurozone helfen. Wir prüfen derzeit intensiv, welche Länder sich für eine europäische Expansion am besten eignen.

NJ: Ihr gezielter Aufbau einer digitalisierten Versicherung folgt einem langfristigen Plan; so sollten Aktionäre auch vorgehen. Wo werden Sie und Ihre Aktionäre in fünf Jahren stehen?

Knoll: Wir wollen unser beeindruckendes Wachstum auch in den kommenden Jahren innerhalb unserer neuen Konzernstruktur unverändert fort-schreiben. Mittelfristig peilen wir die Marke von 2 Mio. verwalteten Versicherungsverträgen und Bestandsbeiträge in Höhe von € 0,5 Mrd. an. Außerdem wollen wir langfristig eine EBIT-Marge von ca. 10 % erwirtschaften. Und mit unserer Expansion in weitere europäische Märkte werden wir dann endgültig in eine neue Dimension aufsteigen. Das alles sind tolle Aussichten und ich freue mich auf die Zukunft!

NJ: Herr Dr. Knoll, wir danken Ihnen für das Gespräch.

Das Interview führte Klaus Hellwig.