

# Real Rate

## Finanzstärkeanalyse

### Condor Leben

10/2017



### Wesentliche Ergebnisse

- Der faire Unternehmenswert beträgt 149 Mio. Euro.
- Die ökonomische Eigenkapitalquote beträgt 4,14%.
- Die Gesellschaft liegt damit auf Platz 42 von 57 deutschen Lebensversicherern.
- Größte Stärke: HGB-Deckungsrückstellung
- Größte Schwäche: zukünftige pass. Zinsüberschüsse

## **Inhaltsverzeichnis**

- 1 Analyse der Finanzstärke
- 2 HGB-Bilanz
- 3 Marktwert-Bilanz
- 4 Ökonomisches Eigenkapital
- 5 Puffer
- 6 Sicherheitsmittel
- 7 Die Stärken und Schwächen
- 8 Ursachenanalyse
- 9 Marktvergleich
- 10 Zusammenfassung
- 11 Anhang: Die Daten

# 1 Analyse der Finanzstärke

In diesem Bericht wird die Finanzstärke der Condor Leben untersucht. Hierzu wird die handelsrechtliche Bilanz der Condor Leben des Jahres 2016 zu einer Marktwertbilanz umbewertet. So erhält man eine faire ökonomische Sicht auf die Gesellschaft. Wir bestimmen den fairen Unternehmenswert in Form des ökonomischen Eigenkapitals. Diese Größe beantwortet die für deutsche Lebensversicherer schwierige Frage nach dem Unternehmenswert. Neben dem absoluten Unternehmenswert bestimmen wir die relative Finanzstärke. Hierzu setzen wir das ökonomische Eigenkapital in Relation zur Bilanzsumme. Dies ist die ökonomische Eigenkapitalquote. Diese Kennziffer ist relevant für Investoren. Schließlich bestimmen wir auch die gesamten Sicherheitsmittel. Diese umfassen neben dem ökonomischen Eigenkapital auch die Überschussbeteiligung für den Kunden. Diese Größe ist insbesondere relevant für den Vertrieb, die Makler und die Kunden.

Zur Analyse verwenden wir das RealRate-Bewertungsmodell für deutsche Lebensversicherer. Dies berücksichtigt die Besonderheit des deutschen Geschäftsmodells mit seinen langfristigen Garantien und der Überschussbeteiligung, sowie die handelsrechtliche Bilanzierung. Wir verwenden eine konsistente Abbildung des ganzen Versicherers mit den wichtigsten ökonomischen Wirkungszusammenhängen.

Es werden ausschließlich öffentlich verfügbare Daten verwendet. Die Datenquellen sind die Bilanz, die Gewinn-und-Verlustrechnung, die Anhangsangaben des veröffentlichten Geschäftsberichts, sowie der Solvency and Financial Condition Report, SFCR. Dies stellt die Vergleichbarkeit zu allen anderen, ebenfalls untersuchten, deutschen Lebensversicherern sicher. Zudem erfolgt auf dieser Basis eine Stärken- und Schwächen-Analyse im Vergleich zum Markt. Die relativen Stärken und Schwächen und ihre Ursachen werden dargestellt.

## 2 HGB-Bilanz

Die im Geschäftsbericht veröffentlichte handelsrechtliche Bilanz wird vereinfacht zusammen gefasst. Das handelsrechtliche Eigenkapital beträgt 48,59 Mio. Euro.

Aktiva	in Mio. Euro	Passiva	in Mio. Euro
Kapitalanlagen	2.960	HGB-Eigenkapital	49
Fondsgebundene LV	531	verfügbare RfB	167
Sonst. Aktiva	115	Deckungsrückstellung	2.411
		Fondsgebundene LV	531
		Sonst. Passiva	449
Aktiva	3.607	Passiva	3.607

## 3 Marktwert-Bilanz

Die ökonomische Marktwert-Bilanz ergibt sich aus der Umbewertung der HGB-Bilanz. Dabei spielt die Zinsumbewertung eine Rolle. Der mittlere tarifliche Rechnungszins des Bestands, also vor Zinszusatzreserve, beträgt ca. 3,53%. Dieser wird mittels der Passivduration von ca. 13,3 auf den nachhaltigen Zins in Höhe von 1,68%, umbewertet. Unter Ansatz der bereits gestellten Zinszusatzreserve in Höhe von 164,90 Mio. Euro führt dies zu passivischen Zins-Bewertungsreserven von -391,66 Mio. Euro. Hinzu kommen passivische Bewertungsreserven aus Biometrie und Kosten in Höhe von 404,00 Mio. Euro. Die passivischen Bewertungsreserven betragen damit insgesamt 12,34 Mio. Euro. Dies führt von der Deckungsrückstellung in der HGB-Bilanz zum Wert der Garantie in der Marktwertbilanz. Die aktivischen Bewertungsreserven,

also die Differenz aus Markt- und Buchwerten der Kapitalanlagen, betragen 529,91 Mio. Euro.

Die Summe aus aktivischen und passivischen Bewertungsreserven beträgt insgesamt 542,25 Mio. Euro. Davon entfallen unter Anwendung der Mindestzuführungsverordnung 100,76 Mio. auf die Aktionärssphäre in Form von zukünftigen Aktionärgewinnen nach Steuern. Dies führt vom HGB-Eigenkapital zum ökonomischen Eigenkapital in der Marktwertbilanz. Die restlichen 441,49 Mio. Euro stellen die künftige Überschussbeteiligung für die Kunden dar und führen zur Überleitung von der verfügbaren RfB der HGB-Bilanz zu den Puffern der Marktwertbilanz. Die Asymmetrie der Aufteilung der künftigen Gewinne zwischen Aktionär und Kunde wird durch den Wert der Garantien und Optionen gemessen, welcher zu Lasten des ökonomischen Eigenkapitals geht. Der Wert der Garantien und Optionen beträgt 1,22 Mio. Euro.

Aktiva	in Mio. Euro	Passiva	in Mio. Euro
Kapitalanlagen	3.490	ök. Eigenkapital	149
Fondsgebundene LV	531	Puffer	609
Sonst. Aktiva	115	Garantie	2.398
		Fondsgebundene LV	531
		Sonst. Passiva	449
<b>Aktiva</b>	<b>4.137</b>	<b>Passiva</b>	<b>4.137</b>

## 4 Ökonomisches Eigenkapital

Das ökonomische Eigenkapital setzt sich zusammen aus dem HGB-Eigenkapital und den zukünftigen Aktionärgewinnen, abzüglich der darauf künftig zu zahlenden Steuern. Es kann als fairer Unternehmenswert angesehen werden. Das ökonomische Eigenkapital, bezogen auf die HGB-Bilanzsumme, bezeichnen wir als ökonomische Eigenkapitalquote. Dies ist die zentrale Größe aus Unternehmenssicht. Die ökonomische Eigenkapitalquote beträgt 4,14%. Sie liegt 0,74%-Punkte unter dem Median von 4,88% und damit auf Rang 42 von 57 Lebensversicherern.

Komponente ök. EK	in Mio. Euro	in % der HGB-Bilanzsumme
HGB-Eigenkapital	48,59	1,35
zukünftige Aktionärgewinne	134,35	3,72
Steuern	-33,59	-0,93
<b>ökonomisches Eigenkapital</b>	<b>149,35</b>	<b>4,14</b>

Der faire Unternehmenswert der Condor Leben beträgt gemäß der RealRate-Analyse 149,35 Mio. Euro. Diesen Wert vergleichen wir mit der Angabe aus dem veröffentlichten Solvency and Financial Condition Report der Condor Leben: Die Basiseigenmittel - ohne Ansatz der Übergangsmaßnahme und der Volatilitätsanpassung - betragen dort 226,44 Mio. Euro.

## 5 Puffer

Die weiteren Puffer setzen sich zusammen aus der Überschussbeteiligung für die Kunden, der verfügbaren RfB und den gegengerechneten künftigen Steuern. Die Puffer, bezogen auf die HGB-Bilanzsumme, bilden die Puffer-Quote. Die Puffer-Quote der Condor Leben beträgt 16,87%.

Puffer-Komponente	in Mio. Euro	in % der HGB-Bilanzsumme
verfügbare RfB	167,02	4,63
Überschussbeteiligung	407,90	11,31
Steuern	33,59	0,93
Puffer	608,51	16,87

## 6 Sicherheitsmittel

Die Sicherheitsmittel sind die Summe aus ökonomischem Eigenkapital und den Puffern. Dies entspricht der Summe aus HGB-Eigenkapital, verfügbarer RfB und den gesamten zukünftigen Überschüssen. Die Sicherheitsmittel stehen zur Erfüllung der garantierten Kundenleistungen zur Verfügung. Die Sicherheitsmittel, bezogen auf die HGB-Bilanzsumme bilden die Sicherheitsmittel-Quote. Dies ist eine wichtige Größe aus Kundensicht, die die Risikotragfähigkeit in Krisenzeiten darstellt. Die Sicherheitsmittel-Quote der Condor Leben beträgt 21,01%.

Komponente Sicherheitsmittel	in Mio. Euro	in % der HGB-Bilanzsumme
HGB-Eigenkapital	48,59	1,35
verfügbare RfB	167,02	4,63
zukünftige Überschüsse	542,25	15,03
Sicherheitsmittel	757,86	21,01

Die nachhaltige Gesamtverzinsung, die im Mittel aus der künftigen Überschussbeteiligung finanzierbar ist, beträgt 4,89%. Davon beträgt der mittlere garantierte Rechnungszins 3,53%.

## 7 Die Stärken und Schwächen

Die relativen Stärken und Schwächen der Condor Leben werden anhand der Abweichungen zum Gesamtmarkt dargestellt. Hierzu werden die wichtigsten Unternehmensgrößen mit dem Markt verglichen und ihre Wirkung auf die ökonomische Eigenkapitalquote dargestellt. Die Stärken und Schwächen liegen in den Größen, die zum einen einen starken Einfluss auf die ökonomische Eigenkapitalquote haben und bei denen die Condor Leben zum anderen stark vom Markt abweicht.

Die größte Stärke der Condor Leben ist die Quote der Größe "HGB-Deckungsrückstellung". Von den 57 Unternehmen liegt die Gesellschaft damit auf Rang 49. Der Wert beträgt 66,83% der HGB-Bilanzsumme. Im Vergleich zum Median des Marktes in Höhe von 81,27% der HGB-Bilanzsumme erhöht dies die ökonomische Eigenkapitalquote um 0,84 Prozentpunkte. Die weiteren Stärken sind die Größen "HGB-DRSt ohne ZZR" und "zukünftige pass. vt. Überschüsse". Die größten Schwächen sind die Größen "zukünftige pass. Zinsüberschüsse", "HGB-Eigenkapital" und "mittlerer Tarifrrechnungs zins".

Größe <sup>0</sup>	Rang <sup>1</sup>	Condor	Markt <sup>2</sup>	Effekt <sup>3</sup> ökonomische Eigenkapitalquote
Quote HGB-Deckungsrückstellung	49	66,83%	81,27%	0,84%
Quote HGB-DRSt ohne ZZR	50	62,26%	76,52%	0,83%
Quote zukünftige pass. vt. Übersch.	10	11,20%	7,23%	0,77%
Quote aktivische Bewertungsreserve.	18	14,69%	12,95%	0,34%
Quote Risiko- und Übriges Ergebnis	22	0,84%	0,76%	0,21%
Quote Zinszusatzreserve	27	4,57%	4,40%	0,04%
Quote Buchwert Kapitalanlagen	46	82,07%	93,01%	0,02%
Quote Marktwert Kapitalanlagen	43	96,76%	105,14%	0,02%
Quote latente Steuern	31	0,93%	0,95%	0,02%
Quote Schlussüberschussanteil-Fond.	12	2,44%	1,70%	0,00%
...	...	...	...	...
Quote zukünftige Aktionärgewinne	31	3,72%	3,80%	-0,05%
Quote Fondsgebundene LV	12	14,73%	3,93%	-0,11%
Passivduration	4	13,35	10,40	-0,20%
Quote passivische Bewertungsreserv.	35	0,34%	1,46%	-0,22%
Bestandsabbaurate	54	7,06%	9,36%	-0,26%
Quote Zahlungen Versicherungsfälle	54	5,44%	7,54%	-0,31%
Quote HGB-Eigenkapital ohne GR und.	38	1,35%	1,70%	-0,36%
mittlerer Tarifrrechnungs zins	5	3,53%	3,12%	-0,66%
Quote HGB-Eigenkapital	47	1,35%	2,14%	-0,79%
Quote zukünftige pass. Zinsübersch.	56	-10,86%	-5,96%	-0,95%

<sup>0</sup> Quote bezogen auf HGB-Bilanzsumme

<sup>1</sup> von 57 Versicherern bei fallender Sortierung

<sup>2</sup> Median

<sup>3</sup> Änderung in Prozentpunkten

## 8 Ursachenanalyse

Die oben genannten Stärken und Schwächen im Vergleich zum Gesamtmarkt können im Rahmen des verwendeten Bewertungsmodells in ihren Wirkungszusammenhängen untersucht werden. Hierzu verwenden wir die anschauliche Darstellung als Graph. Die Größen werden in den Ovalen angegeben. Unter den Namen wird der Effekt auf die ökonomische Eigenkapitalquote angegeben. Jeder Effekt wird auf die ausgehenden Pfeile aufgeteilt, die die nachfolgenden Größen beeinflussen. So werden die Ursachen und Wirkungen ersichtlich. Zudem wird die Stärke der Wirkungen farblich markiert. Positive Einflüsse werden grün und negative rot dargestellt, jeweils in Abstufungen. Unwesentliche Einflüsse werden grau dargestellt.

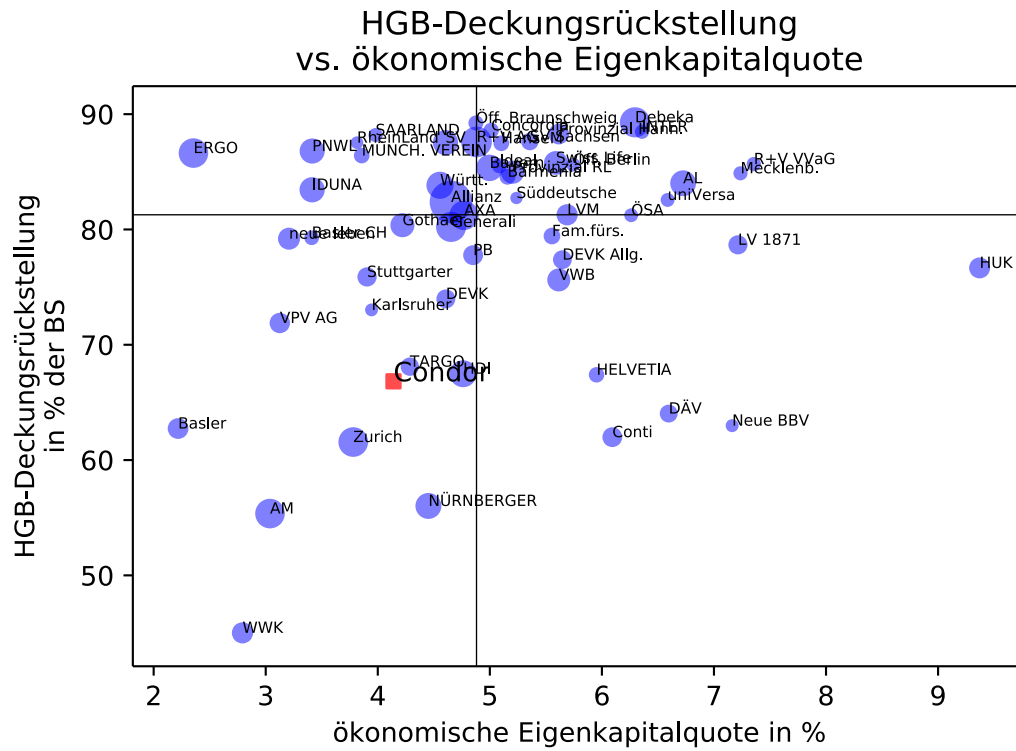
Die Größen "HGB-Deckungsrückstellung", "HGB-DRSt ohne ZZR" und "zukünftige pass. vt. Überschüsse" wirken stark positiv und sind grün dargestellt. Zudem wird deutlich, welche anderen Größen sie beeinflussen. Hingegen wirken die Größen "zukünftige pass. Zinsüberschüsse", "HGB-Eigenkapital" und "mittlerer Tarifrechnungszins" sehr negativ auf die ökonomische Eigenkapitalquote und sind rot eingefärbt. Insgesamt liegt die ökonomische Eigenkapitalquote 0,74%-Punkte unter dem Median des Marktes.





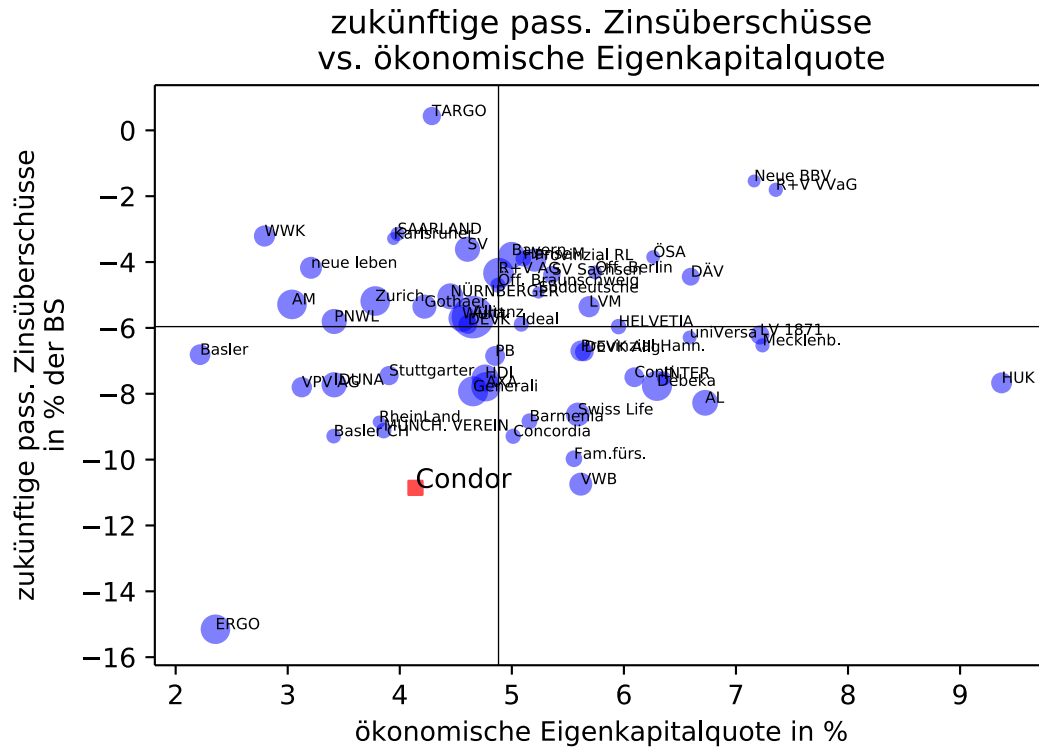
## 9 Marktvergleich

Die größte Stärke der Condor Leben ist die Quote der Größe "HGB-Deckungsrückstellung". Von den 57 Unternehmen liegt die Gesellschaft damit auf Rang 49. Der Wert beträgt 66,83% der HGB-Bilanzsumme. Im Vergleich zum Median des Marktes in Höhe von 81,27% der HGB-Bilanzsumme erhöht dies die ökonomische Eigenkapitalquote um 0,84 Prozentpunkte.



Die Korrelation zwischen den dargestellten Größen beträgt im Markt 0,21.

Die größte Schwäche der Condor Leben ist die Quote der Größe "zukünftige pass. Zinsüberschüsse". Von den 57 Unternehmen liegt die Gesellschaft damit auf Rang 56. Der Wert beträgt -10,86% der HGB-Bilanzsumme. Im Vergleich zum Median des Marktes in Höhe von -5,96% der HGB-Bilanzsumme reduziert dies die ökonomische Eigenkapitalquote um 0,95 Prozentpunkte.



## 10 Zusammenfassung

Die wesentlichen Ergebnisse bezüglich der Finanzstärke und Risikotragfähigkeit der Condor Leben lassen sich wie folgt zusammenfassen. Die Finanzstärke ist die zentrale Größe aus Unternehmenssicht. Die Risikotragfähigkeit zeigt die Stärke in Krisenzeiten und ist eine wichtige Größe aus Kundensicht.

### Finanzstärke

- Der faire Unternehmenswert beträgt 149 Mio. Euro.
- Die ökonomische Eigenkapitalquote beträgt 4,14%.
- Die Gesellschaft liegt damit auf Platz 42 von 57 deutschen Lebensversicherern.
- Größte Stärke: HGB-Deckungsrückstellung
- Größte Schwäche: zukünftige pass. Zinsüberschüsse

### Risikotragfähigkeit

- Die Sicherheitsmittelquote beträgt 21,01%.
- Die Gesellschaft liegt damit auf Platz 33 von 57 deutschen Lebensversicherern.
- Die nachhaltige Gesamtverzinsung beträgt 4,89%.

## 11 Anhang: Die Daten

Nachfolgend ist dargestellt, wie die Condor Leben in Bezug auf seine wesentlichen Größen im Gesamtmarkt der 57 Unternehmen positioniert ist. Die Darstellung ist differenziert nach Input-Größen und Output-Größen.

Input-Variablen

Größe	Rang <sup>1</sup>	Condor	Min.	5% <sup>2</sup>	50% <sup>2</sup>	95% <sup>2</sup>	Max.
aktivische Bewertungsreserven	35	530	52	99	905	8.189	46.357
Buchwert Kapitalanlagen	38	2.960	624	780	5.403	42.392	198.411
Direktgutschrift	47	0,00	0,00	0,00	1,96	147,89	312,79
Fondsgebundene LV	27	531	0	1	500	7.014	15.398
freie RSt für Beitragsrückerstattu.	36	79	6	18	166	1.071	7.230
Genussrechte	7	0,00	0,00	0,00	0,00	5,05	150,00
Gewinnabführung	20	0,00	0,00	0,00	0,00	71,80	410,00
HGB-Bilanzsumme	37	3.607	720	901	7.115	46.401	209.525
HGB-Deckungsrückstellung	38	2.411	572	696	4.707	38.145	172.624
HGB-Eigenkapital ohne GR und NV	39	49	11	19	129	755	1.598
Jahresüberschuss nach Steuern und.	38	0,00	-4,20	-0,06	1,20	24,88	44,00
Jahresüberschuss vor Steuern und G.	53	-0,21	-4,97	-1,56	9,11	73,66	504,75
Kapitalanlage-Aufwendungen	32	18	0	1	21	158	1.290
Kapitalanlage-Erträge	38	145	29	37	293	1.867	9.711
mittlerer Tarifrechnungszins	5	3,53%	1,86%	2,51%	3,12%	3,65%	3,78%
nachrangige Verbindlichkeiten	23	0,00	0,00	0,00	0,00	329,52	888,17
Risiko- und Übriges Ergebnis	32	30,27	-44,04	3,11	35,22	409,71	755,08
Rohüberschuss	47	17	-1	2	55	448	2.785
Schlussüberschussanteil-Fonds	33	88	0	14	100	853	3.677
Steuern	51	-0,21	-31,77	-11,47	3,17	31,83	94,75
Zahlungen Versicherungsfälle	38	196	56	91	503	3.602	13.507
Zinsaufwand	34	140	13	34	212	1.660	6.391
Zinszusatzreserve	36	165	5	41	272	2.057	7.941
Zuführung zur RfB	39	17	0	2	34	222	2.178
ZZR-Aufwand	31	61	2	11	76	524	1.978

Angaben in Mio. Euro bzw. in Prozent

<sup>1</sup> bei fallender Sortierung

<sup>2</sup> Quantil von 57 Versicherern

Output-Variablen

Größe	Rang <sup>1</sup>	Condor	Min.	5% <sup>2</sup>	50% <sup>2</sup>	95% <sup>2</sup>	Max.
Bestandsabbaurate	54	7,06%	5,25%	7,02%	9,36%	14,26%	27,30%
Garantie	37	2.398	557	720	4.609	41.173	175.449
Garantien und Optionen	40	1,22	0,00	0,03	3,05	67,35	139,45
HGB-DRSt ohne ZZR	38	2.246	551	652	4.434	36.485	164.683
HGB-DRSt ohne ZZR zzgl. FLV	37	2.777	551	777	5.990	38.483	169.516
HGB-Eigenkapital	42	49	11	24	139	953	1.598
Kapitalergebnis	38	127	29	34	257	1.729	8.420
latente Steuern	36	34	-2	4	56	481	2.717
Marktwert Kapitalanlagen	37	3.490	676	857	6.337	50.180	244.768
Marktwert-Bilanzsumme	37	4.137	821	965	7.442	52.569	255.882
nachhaltige Gesamtverzinsung	14	4,89%	2,96%	3,72%	4,51%	5,44%	8,04%
Nettoverzinsung	27	4,28%	3,12%	3,33%	4,28%	5,08%	5,33%
Passivduration	4	13,35	4,07	7,16	10,40	13,41	17,26
passivische Bewertungsreserven	34	12	-6.977	-896	32	1.574	2.389
Puffer	36	609	58	141	1.160	8.181	46.287
Sicherheitsmittel	36	758	89	176	1.373	10.345	56.037
Sicherheitsmittelquote	33	21,01%	6,91%	11,47%	22,08%	29,27%	33,52%
sonstige Aktiva	37	115	25	27	218	1.516	6.282
sonstige Passiva	29	449	34	54	449	2.588	19.564
verfügbare RfB	35	167	15	39	295	1.800	10.906
Zinsergebnis	51	-13	-409	-42	15	175	2.030
zukünftige Aktionärgewinne	36	134	-16	15	224	1.924	10.868
zukünftige pass. vt. Überschüsse	28	404	-473	32	360	4.514	9.059
zukünftige pass. Zinsüberschüsse	28	-392	-11.884	-3.654	-462	-28	22
zukünftige Überschussbeteiligung	36	408	34	97	715	5.789	32.664
zukünftige Überschüsse	36	542	35	128	954	7.713	43.532
ökonomische Eigenkapitalquote	42	4,14%	2,22%	2,99%	4,88%	7,22%	9,37%
ökonomisches Eigenkapital	38	149	31	53	289	2.218	9.750

Angaben in Mio. Euro bzw. in Prozent

<sup>1</sup> bei fallender Sortierung

<sup>2</sup> Quantil von 57 Versicherern