

Real Rate

Finanzstärkeanalyse

ERGO Direkt Leben

10/2015



Wesentliche Ergebnisse

- Der faire Unternehmenswert beträgt 240 Mio. Euro.
- Die ökonomische Eigenkapitalquote beträgt 6,19%.
- Die Gesellschaft liegt damit auf Platz 8 von 8 deutschen Risikoversicherern.
- Größte Stärke: latente Steuern
- Größte Schwäche: zukünftige Überschüsse

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 ERGO Direkt Leben untersucht. Hierzu wird die handelsrechtliche Bilanz der ERGO Direkt Leben des Jahres 2014 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 Risikoversicherer 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 Risikoversicherer. 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 Anhangangaben des veröffentlichten Geschäftsberichts, sowie der Solvency and Financial Condition Report, SFCR. Dies stellt die Vergleichbarkeit zu allen anderen, ebenfalls untersuchten, deutschen Risikoversicherern 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 92,79 Mio. Euro.

Aktiva	in Mio. Euro	Passiva	in Mio. Euro
Kapitalanlagen	3.727	HGB-Eigenkapital	93
Fondsgebundene LV	41	verfügbare RfB	268
Sonst. Aktiva	115	Deckungsrückstellung	3.128
		Fondsgebundene LV	41
		Sonst. Passiva	353
Aktiva	3.883	Passiva	3.883

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. 3,01%. Dieser wird mittels der Passivduration von ca. 5,1 auf den nachhaltigen Zins in Höhe von 1,82%, umbewertet. Unter Ansatz der bereits gestellten Zinszusatzreserve in Höhe von 50,55 Mio. Euro führt dies zu passivischen Zins-Bewertungsreserven von -138,03 Mio. Euro. Hinzu kommen passivische Bewertungsreserven aus Biometrie und Kosten in Höhe von 457,58 Mio. Euro. Die passivischen Bewertungsreserven betragen damit insgesamt 319,55 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 467,06 Mio. Euro.

Die Summe aus aktivischen und passivischen Bewertungsreserven beträgt insgesamt 786,61 Mio. Euro. Davon entfallen unter Anwendung der Mindestzuführungsverordnung 147,49 Mio. auf die Aktionärssphäre in Form von zukünftigen Aktionärgewinnen nach Steuern. Dies führt vom HGB-Eigenkapital zum ökonomischen Eigenkapital in der Marktwertbilanz. Die restlichen 639,12 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 0,00 Mio. Euro.

Aktiva	in Mio. Euro	Passiva	in Mio. Euro
Kapitalanlagen	4.194	ök. Eigenkapital	240
Fondsgebundene LV	41	Puffer	907
Sonst. Aktiva	115	Garantie	2.809
		Fondsgebundene LV	41
		Sonst. Passiva	353
Aktiva	4.350	Passiva	4.350

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 6,19%. Sie liegt 14,64%-Punkte unter dem Median von 20,83% und damit auf Rang 8 von 8 Risikoversicherern.

Komponente ök. EK	in Mio. Euro	in % der HGB-Bilanzsumme
HGB-Eigenkapital	92,79	2,39
zukünftige Aktionärgewinne	196,65	5,06
Steuern	-49,16	-1,27
ökonomisches Eigenkapital	240,28	6,19

Der faire Unternehmenswert der ERGO Direkt Leben beträgt gemäß der RealRate-Analyse 240,28 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 ERGO Direkt Leben beträgt 23,36%.

Puffer-Komponente	in Mio. Euro	in % der HGB-Bilanzsumme
verfügbare RfB	268,06	6,90
Überschussbeteiligung	589,96	15,19
Steuern	49,16	1,27
Puffer	907,18	23,36

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 ERGO Direkt Leben beträgt 29,55%.

Komponente Sicherheitsmittel	in Mio. Euro	in % der HGB-Bilanzsumme
HGB-Eigenkapital	93	2,39
verfügbare RfB	268	6,90
zukünftige Überschüsse	787	20,26
Sicherheitsmittel	1.147	29,55

Die nachhaltige Gesamtverzinsung, die im Mittel aus der künftigen Überschussbeteiligung finanzierbar ist, beträgt 6,74%. Davon beträgt der mittlere garantierte Rechnungszins 3,01%.

7 Die Stärken und Schwächen

Die relativen Stärken und Schwächen der ERGO Direkt 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 ERGO Direkt Leben zum anderen stark vom Markt abweicht.

Die größte Stärke der ERGO Direkt Leben ist die Quote der Größe "latente Steuern". Von den 8 Unternehmen liegt die Gesellschaft damit auf Rang 8. Der Wert beträgt 1,27% der HGB-Bilanzsumme. Im Vergleich zum Median des Marktes in Höhe von 5,09% der HGB-Bilanzsumme erhöht dies die ökonomische Eigenkapitalquote um 3,83 Prozentpunkte. Die weiteren Stärken sind die Größen "zukünftige pass. Zinsüberschüsse" und "mittlerer Tarifrachungszins". Die größten Schwächen sind die Größen "zukünftige Überschüsse", "zukünftige Aktionärs Gewinne" und "zukünftige pass. vt. Überschüsse".

Größe ⁰	Rang ¹	ERGO Direkt	Markt ²	Effekt ³ ökonomische Eigenkapitalquote
Quote latente Steuern	8	1,27%	5,09%	3,83%
Quote zukünftige pass. Zinsübersch.	3	-3,55%	-6,63%	0,58%
mittlerer Tarifrachungszins	5	3,01%	3,21%	0,15%
Quote HGB-DRSt ohne ZZR	1	79,26%	69,31%	0,02%
Quote HGB-Deckungsrückstellung	1	80,56%	71,22%	0,02%
Quote Schlussüberschussanteil-Fond.	1	3,38%	0,92%	0,00%
Quote Direktgutschrift	7	1,45%	3,31%	-0,00%
Quote Steuern	4	0,17%	0,13%	0,00%
Quote Gewinnabführung	5	0,27%	0,57%	-0,00%
Quote Genussrechte	2	0,00%	0,00%	0,00%
...
Bestandsabbaurate	1	20,62%	11,25%	-0,51%
Quote Zahlungen Versicherungsfälle	1	16,56%	7,95%	-0,58%
Passivduration	8	5,14	8,73	-0,91%
Quote HGB-Eigenkapital ohne GR und.	6	2,39%	5,55%	-3,16%
Quote HGB-Eigenkapital	7	2,39%	5,55%	-3,16%
Quote Risiko- und Übriges Ergebnis	8	2,29%	7,47%	-4,99%
Quote passivische Bewertungsreserv.	8	8,23%	68,52%	-11,31%
Quote zukünftige pass. vt. Übersch.	8	11,78%	72,89%	-11,46%
Quote zukünftige Aktionärs Gewinne	8	5,06%	20,37%	-11,48%
Quote zukünftige Überschüsse	8	20,26%	81,46%	-11,48%

⁰ Quote bezogen auf HGB-Bilanzsumme

¹ von 8 Versicherern bei fallender Sortierung

² Median

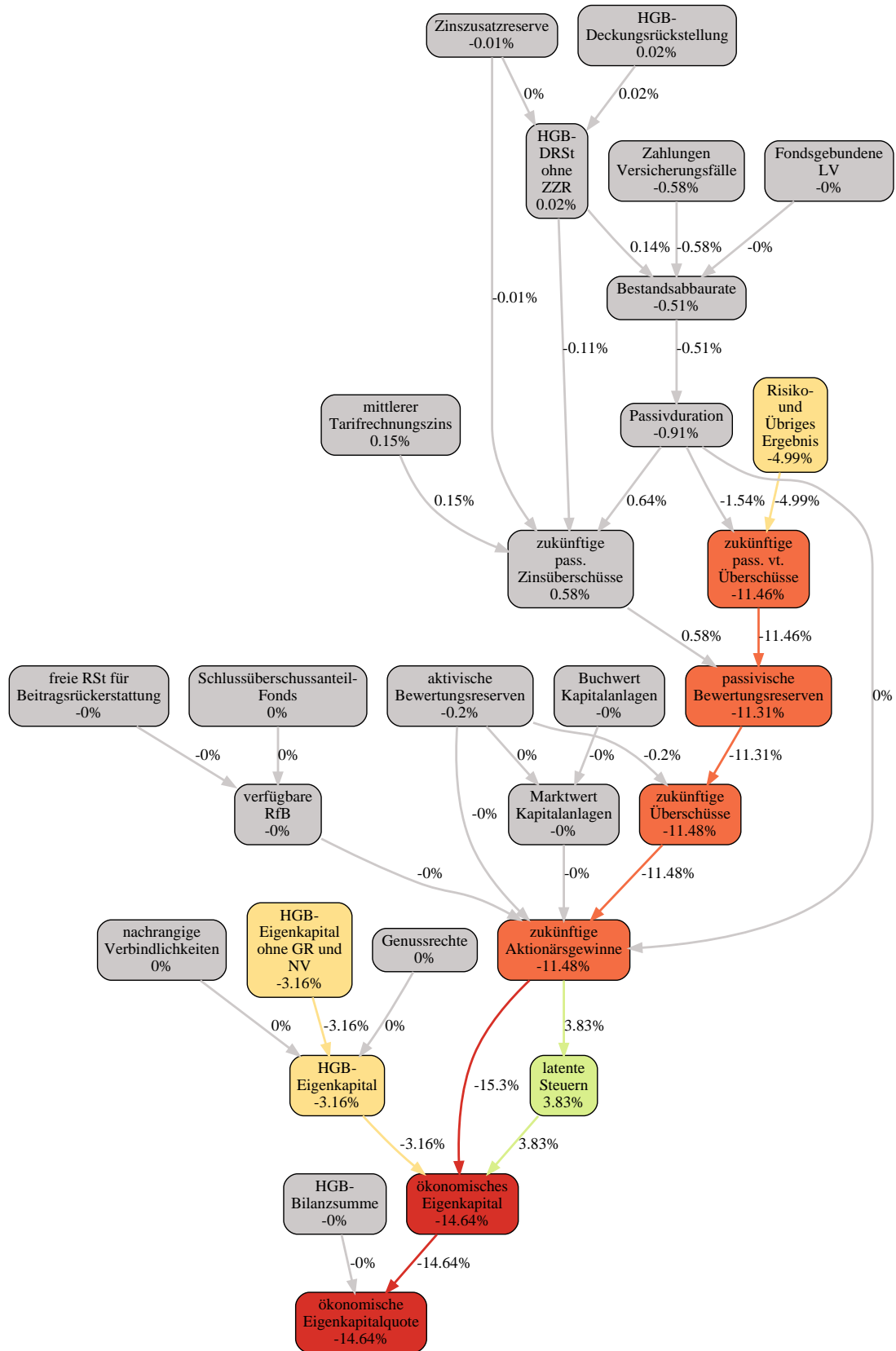
³ Änderung in Prozentpunkten

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.

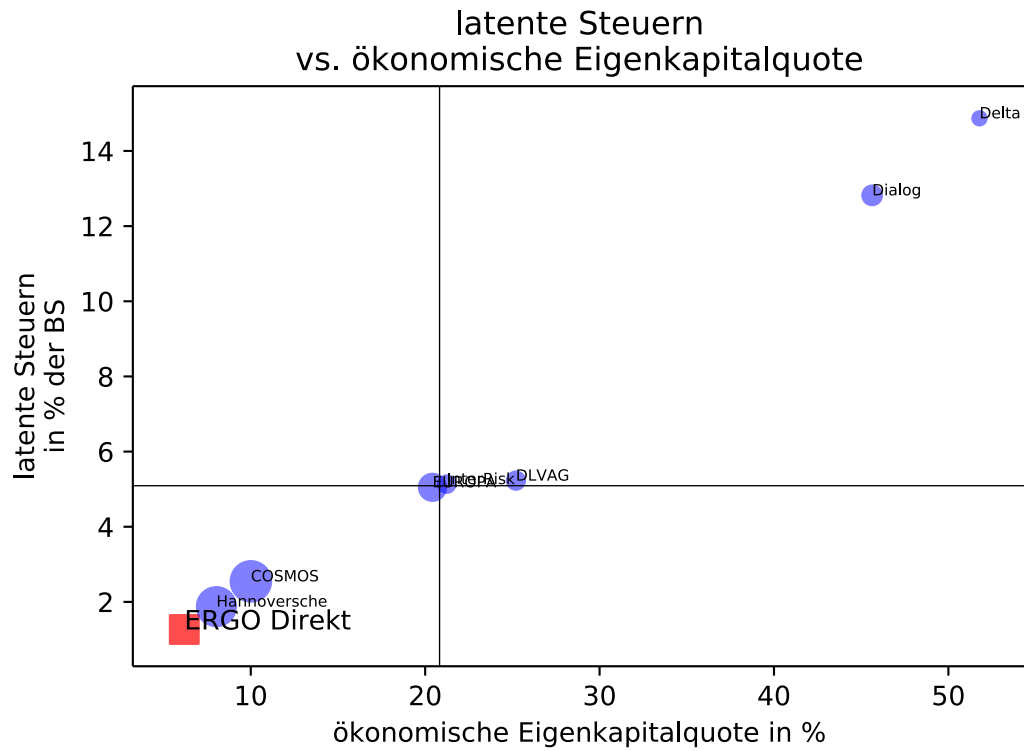
Die Größen "latente Steuern", "zukünftige pass. Zinsüberschüsse" und "mittlerer Tarifrachungszins" wirken stark positiv und sind grün dargestellt. Zudem wird deutlich, welche anderen Größen sie beeinflussen. Hingegen wirken die Größen "zukünftige Überschüsse", "zukünftige Aktionärgewinne" und "zukünftige pass. vt. Überschüsse" sehr negativ auf die ökonomische Eigenkapitalquote und sind rot eingefärbt. Insgesamt liegt die ökonomische Eigenkapitalquote 14,64%-Punkte unter dem Median des Marktes.

Ursachenanalyse



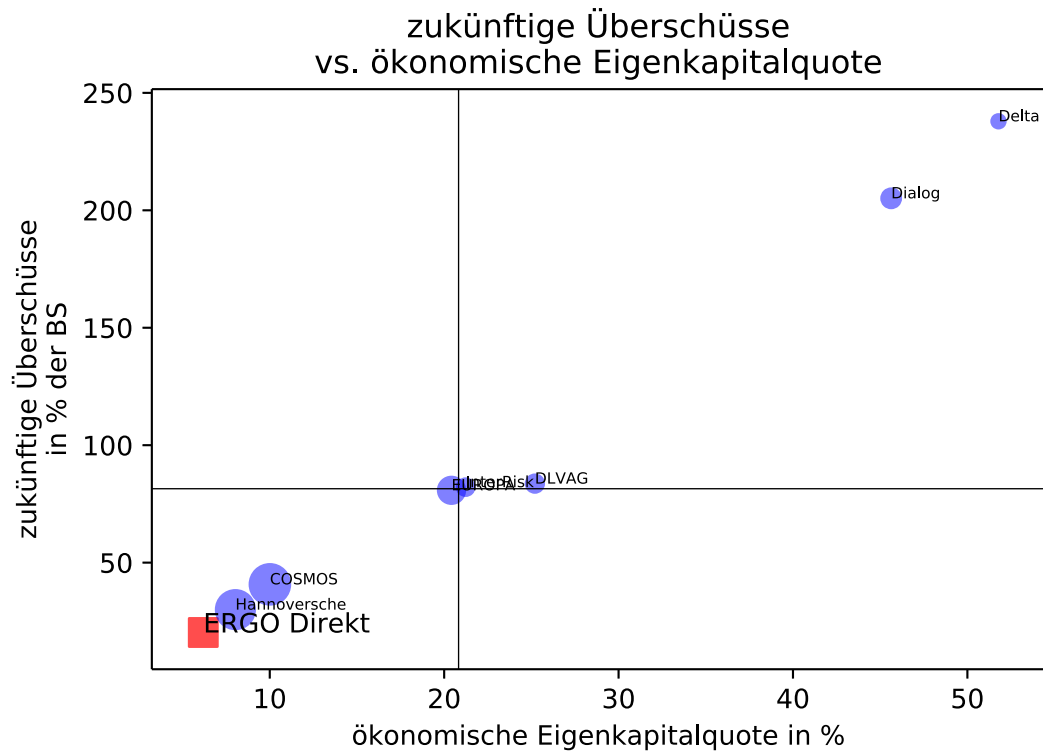
9 Marktvergleich

Die größte Stärke der ERGO Direkt Leben ist die Quote der Größe "latente Steuern". Von den 8 Unternehmen liegt die Gesellschaft damit auf Rang 8. Der Wert beträgt 1,27% der HGB-Bilanzsumme. Im Vergleich zum Median des Marktes in Höhe von 5,09% der HGB-Bilanzsumme erhöht dies die ökonomische Eigenkapitalquote um 3,83 Prozentpunkte.



Die Korrelation zwischen den dargestellten Größen beträgt im Markt 0,99.

Die größte Schwäche der ERGO Direkt Leben ist die Quote der Größe "zukünftige Überschüsse". Von den 8 Unternehmen liegt die Gesellschaft damit auf Rang 8. Der Wert beträgt 20,26% der HGB-Bilanzsumme. Im Vergleich zum Median des Marktes in Höhe von 81,46% der HGB-Bilanzsumme reduziert dies die ökonomische Eigenkapitalquote um 11,48 Prozentpunkte.



Die Korrelation zwischen den dargestellten Größen beträgt im Markt 0,99.

10 Zusammenfassung

Die wesentlichen Ergebnisse bezüglich der Finanzstärke und Risikotragfähigkeit der ERGO Direkt 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 240 Mio. Euro.
- Die ökonomische Eigenkapitalquote beträgt 6,19%.
- Die Gesellschaft liegt damit auf Platz 8 von 8 deutschen Risikoversicherern.
- Größte Stärke: latente Steuern
- Größte Schwäche: zukünftige Überschüsse

Risikotragfähigkeit

- Die Sicherheitsmittelquote beträgt 29,55%.
- Die Gesellschaft liegt damit auf Platz 8 von 8 deutschen Risikoversicherern.
- Die nachhaltige Gesamtverzinsung beträgt 6,74%.

11 Anhang: Die Daten

Nachfolgend ist dargestellt, wie die ERGO Direkt Leben in Bezug auf seine wesentlichen Größen im Gesamtmarkt der 8 Unternehmen positioniert ist. Die Darstellung ist differenziert nach Input-Größen und Output-Größen.

Input-Variablen

Größe	Rang ¹	ERGO Direkt	Min.	5% ²	50% ²	95% ²	Max.
aktivische Bewertungsreserven	3	467	25	37	145	1.817	1.975
Buchwert Kapitalanlagen	3	3.727	157	227	1.452	10.248	10.397
Direktgutschrift	5	56,30	15,10	17,62	68,14	276,82	363,01
Fondsgebundene LV	3	41	0	0	25	1.058	1.602
freie RSt für Beitragsrückerstattu.	4	136,82	18,54	24,25	119,95	411,61	508,09
Genussrechte	2	0,00	0,00	0,00	0,00	26,00	40,00
Gewinnabführung	3	10,30	0,00	0,00	5,09	16,65	17,55
HGB-Bilanzsumme	3	3.883	170	252	1.544	11.783	12.381
HGB-Deckungsrückstellung	3	3.128	90	141	1.033	8.976	9.260
HGB-Eigenkapital ohne GR und NV	4	92,79	12,21	16,17	68,89	200,76	216,70
Jahresüberschuss nach Steuern und.	7	-0,00	-0,00	-0,00	0,15	27,41	34,84
Jahresüberschuss vor Steuern und G.	3	16,98	4,23	4,60	10,11	57,37	75,93
Kapitalanlage-Aufwendungen	3	15,81	0,52	0,57	1,93	29,55	30,20
Kapitalanlage-Erträge	3	158,52	6,35	8,96	59,47	438,69	450,83
mittlerer Tarifrrechnungszins	5	3,01%	2,20%	2,31%	3,21%	3,79%	3,84%
nachrangige Verbindlichkeiten	3	0,00	0,00	0,00	0,00	81,20	121,69
Risiko- und Übriges Ergebnis	5	89,01	34,19	37,03	123,17	380,43	453,26
Rohüberschuss	5	126,83	31,59	36,29	147,83	448,42	547,87
Schlussüberschussanteil-Fonds	3	131,24	0,00	0,09	14,93	143,63	149,45
Steuern	3	6,68	-2,60	-1,69	1,67	18,06	23,54
Zahlungen Versicherungsfälle	3	643	10	18	84	1.080	1.222
Zinsaufwand	3	104,90	2,99	3,78	43,44	364,52	403,94
Zinszusatzreserve	3	50,55	0,14	0,23	22,70	268,26	318,63
Zuführung zur RfB	4	53,55	5,05	7,09	52,53	150,41	172,74
ZZR-Aufwand	4	12,20	0,10	0,17	9,65	89,53	104,50

Angaben in Mio. Euro bzw. in Prozent

¹ bei fallender Sortierung

² Quantil von 8 Versicherern

Output-Variablen

Größe	Rang ¹	ERGO Direkt	Min.	5% ²	50% ²	95% ²	Max.
Bestandsabbaurate	1	20,62%	7,06%	8,09%	11,25%	20,53%	20,62%
Garantie	3	2.809	-868	-666	-28	6.703	7.222
Garantien und Optionen	2	0,00	0,00	0,00	0,00	0,02	0,02
HGB-DRSt ohne ZZR	3	3.078	90	141	1.013	8.751	9.085
HGB-DRSt ohne ZZR zzgl. FLV	3	3.119	90	141	1.035	9.808	10.687
HGB-Eigenkapital	4	92,79	12,21	16,17	69,82	280,19	292,84
Kapitalergebnis	3	142,72	5,71	8,21	57,54	409,70	422,49
latente Steuern	5	49,16	20,70	22,10	66,45	275,02	315,39
Marktwert Kapitalanlagen	3	4.194	181	264	1.598	12.065	12.372
Marktwert-Bilanzsumme	3	4.350	195	289	1.689	13.465	13.906
nachhaltige Gesamtverzinsung	7	6,74%	6,73%	6,74%	11,73%	38,56%	39,75%
Nettoverzinsung	5	3,83%	2,85%	3,00%	3,85%	4,10%	4,12%
Passivduration	8	5,14	5,14	5,16	8,73	11,90	13,09
passivische Bewertungsreserven	7	320	271	288	803	2.903	3.521
Puffer	5	907	291	316	1.028	4.047	4.481
Sicherheitsmittel	5	1.147	376	403	1.298	5.152	5.720
Sicherheitsmittelquote	8	29,55%	29,55%	32,65%	95,00%	250,35%	265,80%
sonstige Aktiva	3	114,53	13,36	16,41	69,51	605,20	808,79
sonstige Passiva	3	353	32	38	241	1.127	1.278
verfügbare RfB	3	268,06	21,47	26,30	181,23	549,79	640,91
Zinsergebnis	2	37,82	-2,60	-0,88	13,06	74,73	94,61
zukünftige Aktionärgewinne	5	197	83	88	266	1.100	1.262
zukünftige pass. vt. Überschüsse	5	458	303	314	889	3.365	3.899
zukünftige pass. Zinsüberschüsse	5	-138	-1.148	-879	-98	-6	-4
zukünftige Überschussbeteiligung	5	590	248	265	797	3.300	3.785
zukünftige Überschüsse	5	787	331	354	1.063	4.400	5.046
ökonomische Eigenkapitalquote	8	6,19%	6,19%	6,83%	20,83%	49,63%	51,78%
ökonomisches Eigenkapital	5	240	86	86	269	1.105	1.239

Angaben in Mio. Euro bzw. in Prozent

¹ bei fallender Sortierung

² Quantil von 8 Versicherern