

Real Rate

Finanzstärkeanalyse

ERGO Direkt Leben

10/2017



Wesentliche Ergebnisse

- Der faire Unternehmenswert beträgt 236 Mio. Euro.
- Die ökonomische Eigenkapitalquote beträgt 6,59%.
- Die Gesellschaft liegt damit auf Platz 10 von 10 deutschen Risikoversicherern.
- Größte Stärke: latente Steuern
- Größte Schwäche: passivische Bewertungsreserven

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 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 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 Anhangsangaben 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 82,79 Mio. Euro.

Aktiva	in Mio. Euro	Passiva	in Mio. Euro
Kapitalanlagen	3.427	HGB-Eigenkapital	83
Fondsgebundene LV	43	verfügbare RfB	261
Sonst. Aktiva	116	Deckungsrückstellung	2.913
		Fondsgebundene LV	43
		Sonst. Passiva	287
Aktiva	3.586	Passiva	3.586

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. 2,85%. Dieser wird mittels der Passivduration von ca. 5,7 auf den nachhaltigen Zins in Höhe von 1,68%, umbewertet. Unter Ansatz der bereits gestellten Zinszusatzreserve in Höhe von 93,50 Mio. Euro führt dies zu passivischen Zins-Bewertungsreserven von -94,22 Mio. Euro. Hinzu kommen passivische Bewertungsreserven aus Biometrie und Kosten in Höhe von 524,84 Mio. Euro. Die passivischen Bewertungsreserven betragen damit insgesamt 430,62 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 388,93 Mio. Euro.

Die Summe aus aktivischen und passivischen Bewertungsreserven beträgt insgesamt 819,55 Mio. Euro. Davon entfallen unter Anwendung der Mindestzuführungsverordnung 153,66 Mio. auf die Aktionärssphäre in Form von zukünftigen Aktionärgewinnen nach Steuern. Dies führt vom HGB-Eigenkapital zum ökonomischen Eigenkapital in der Marktwertbilanz. Die restlichen 665,89 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	3.816	ök. Eigenkapital	236
Fondsgebundene LV	43	Puffer	927
Sonst. Aktiva	116	Garantie	2.482
		Fondsgebundene LV	43
		Sonst. Passiva	287
Aktiva	3.975	Passiva	3.975

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 6,59%. Sie liegt 8,54%-Punkte unter dem Median von 15,13% und damit auf Rang 10 von 10 Risikoversicherern.

Komponente ök. EK	in Mio. Euro	in % der HGB-Bilanzsumme
HGB-Eigenkapital	82,79	2,31
zukünftige Aktionärgewinne	204,89	5,71
Steuern	-51,22	-1,43
ökonomisches Eigenkapital	236,45	6,59

Der faire Unternehmenswert der ERGO Direkt Leben beträgt gemäß der RealRate-Analyse 236,45 Mio. Euro. Diesen Wert vergleichen wir mit der Angabe aus dem veröffentlichten Solvency and Financial Condition Report der ERGO Direkt Leben: Die Basiseigenmittel - ohne Ansatz der Übergangsmaßnahme und der Volatilitätsanpassung - betragen dort 413,06 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 25,85%.

Puffer-Komponente	in Mio. Euro	in % der HGB-Bilanzsumme
verfügbare RfB	261,00	7,28
Überschussbeteiligung	614,66	17,14
Steuern	51,22	1,43
Puffer	926,89	25,85

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 32,44%.

Komponente Sicherheitsmittel	in Mio. Euro	in % der HGB-Bilanzsumme
HGB-Eigenkapital	83	2,31
verfügbare RfB	261	7,28
zukünftige Überschüsse	820	22,85
Sicherheitsmittel	1.163	32,44

Die nachhaltige Gesamtverzinsung, die im Mittel aus der künftigen Überschussbeteiligung finanzierbar ist, beträgt 6,69%. Davon beträgt der mittlere garantierte Rechnungszins 2,85%.

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 10 Unternehmen liegt die Gesellschaft damit auf Rang 10. Der Wert beträgt 1,43% der HGB-Bilanzsumme. Im Vergleich zum Median des Marktes in Höhe von 2,55% der HGB-Bilanzsumme erhöht dies die ökonomische Eigenkapitalquote um 1,12 Prozentpunkte. Die weiteren Stärken sind die Größen "zukünftige pass. Zinsüberschüsse" und "mittlerer Tarifrachungszins". Die größten Schwächen sind die Größen "passivische Bewertungsreserven", "zukünftige pass. vt. Überschüsse" und "Risiko- und Übriges Ergebnis".

Größe ⁰	Rang ¹	ERGO Direkt	Markt ²	Effekt ³ ökonomische Eigenkapitalquote
Quote latente Steuern	10	1,43%	2,55%	1,12%
Quote zukünftige pass. Zinsübersch.	4	-2,63%	-4,31%	0,32%
mittlerer Tarifrachungszins	7	2,85%	3,14%	0,24%
Quote aktivische Bewertungsreserve.	5	10,85%	10,17%	0,13%
Quote HGB-DRSt ohne ZZR	2	78,61%	66,05%	0,09%
Quote HGB-Deckungsrückstellung	2	81,22%	69,93%	0,08%
Quote Fondsgebundene LV	5	1,19%	0,97%	0,00%
Quote Schlussüberschussanteil-Fond.	1	3,29%	0,63%	0,00%
Quote verfügbare RfB	5	7,28%	6,64%	0,00%
Quote Direktgutschrift	8	1,58%	2,71%	-0,00%
...
Bestandsabbaurate	3	18,55%	13,89%	-0,39%
Passivduration	8	5,68	7,39	-0,53%
Quote Zahlungen Versicherungsfälle	1	14,80%	9,47%	-0,56%
Quote HGB-Eigenkapital ohne GR und.	8	2,31%	5,43%	-3,12%
Quote HGB-Eigenkapital	9	2,31%	5,43%	-3,12%
Quote zukünftige Aktionärgewinne	10	5,71%	10,18%	-3,35%
Quote zukünftige Überschüsse	10	22,85%	40,73%	-3,35%
Quote Risiko- und Übriges Ergebnis	10	2,58%	6,69%	-4,38%
Quote zukünftige pass. vt. Übersch.	10	14,64%	38,45%	-4,47%
Quote passivische Bewertungsreserv.	10	12,01%	36,31%	-4,56%

⁰ Quote bezogen auf HGB-Bilanzsumme

¹ von 10 Versicherern bei fallender Sortierung

² Median

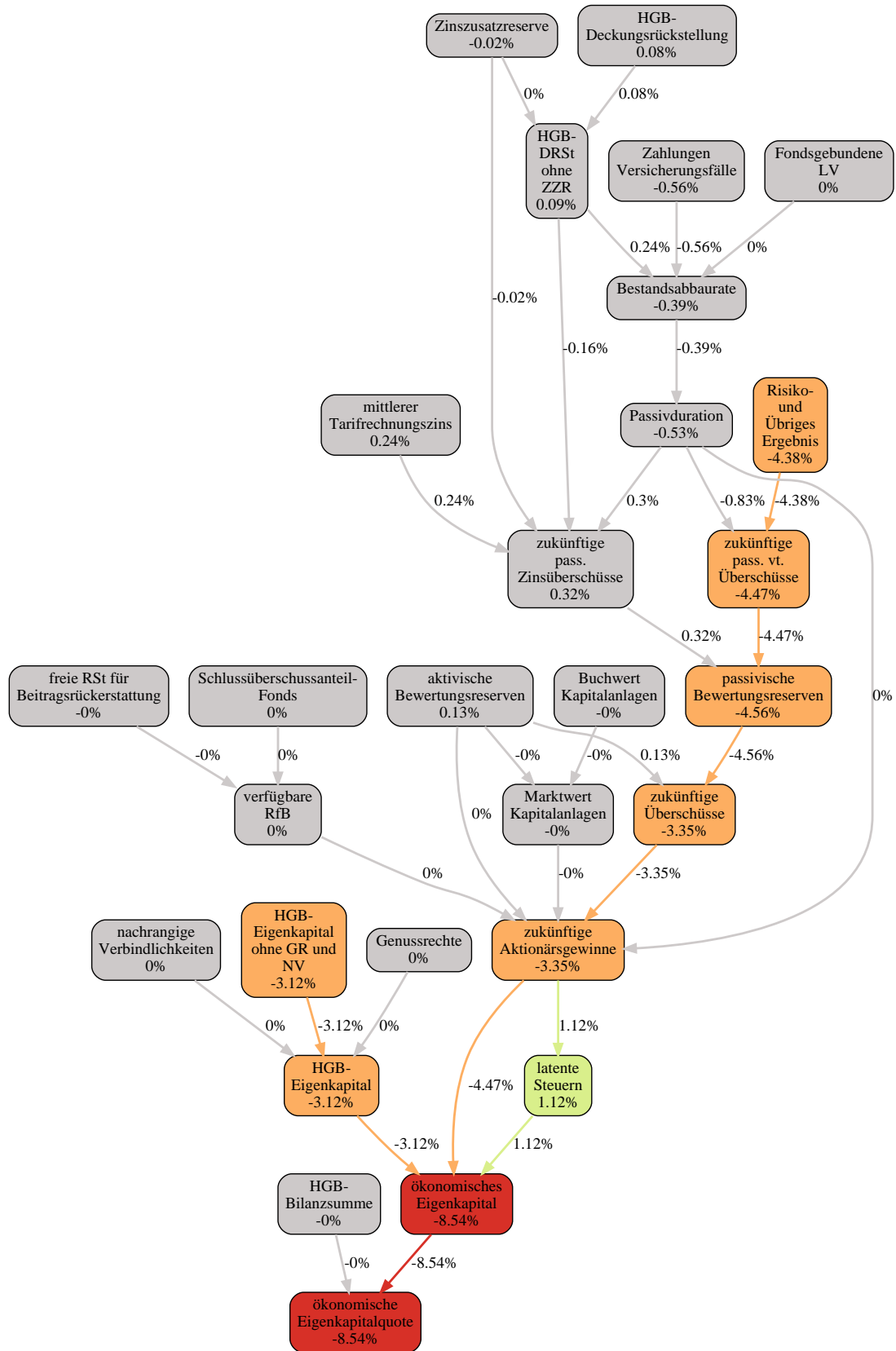
³ Änderung in Prozentpunkten

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.

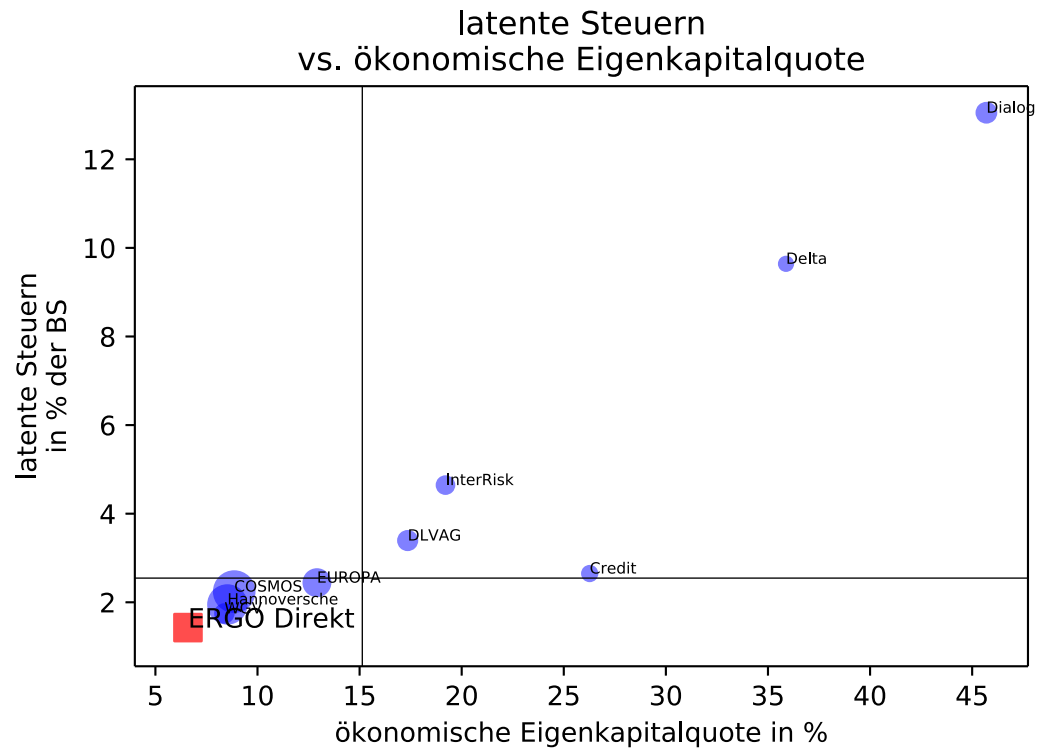
Die Größen "latente Steuern", "zukünftige pass. Zinsüberschüsse" und "mittlerer Tarifrechnungszins" wirken stark positiv und sind grün dargestellt. Zudem wird deutlich, welche anderen Größen sie beeinflussen. Hingegen wirken die Größen "passivische Bewertungsreserven", "zukünftige pass. vt. Überschüsse" und "Risiko- und Übriges Ergebnis" sehr negativ auf die ökonomische Eigenkapitalquote und sind rot eingefärbt. Insgesamt liegt die ökonomische Eigenkapitalquote 8,54%-Punkte unter dem Median des Marktes.

Ursachenanalyse



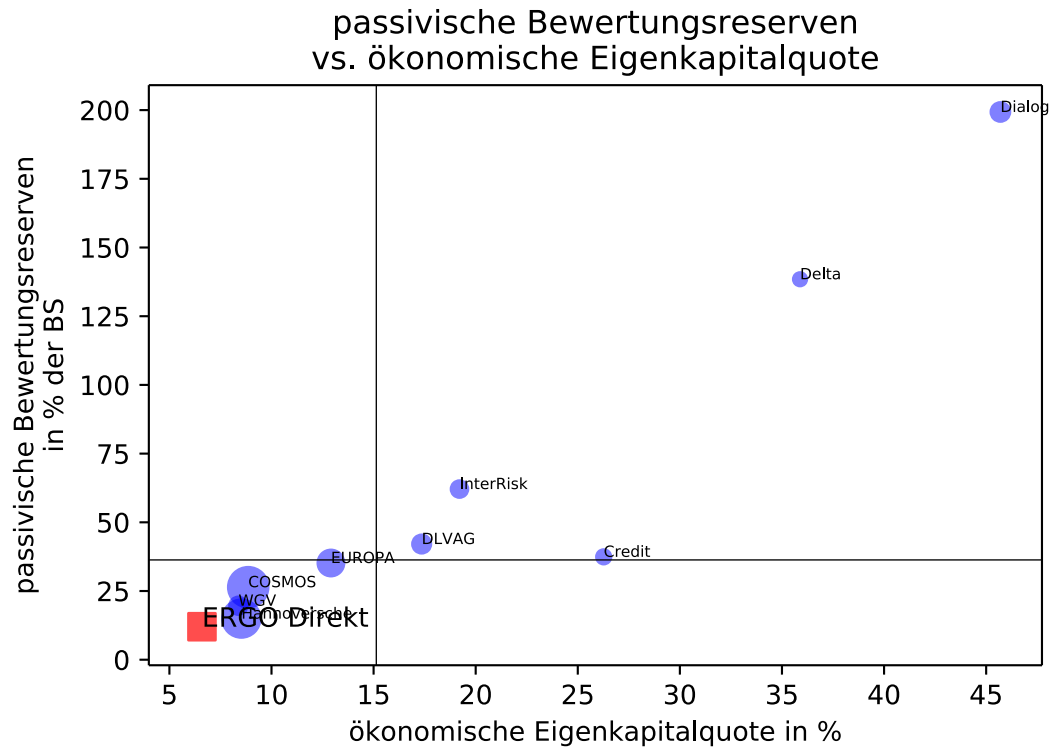
9 Marktvergleich

Die größte Stärke der ERGO Direkt Leben ist die Quote der Größe "latente Steuern". Von den 10 Unternehmen liegt die Gesellschaft damit auf Rang 10. Der Wert beträgt 1,43% der HGB-Bilanzsumme. Im Vergleich zum Median des Marktes in Höhe von 2,55% der HGB-Bilanzsumme erhöht dies die ökonomische Eigenkapitalquote um 1,12 Prozentpunkte.



Die Korrelation zwischen den dargestellten Größen beträgt im Markt 0,93.

Die größte Schwäche der ERGO Direkt Leben ist die Quote der Größe "passivische Bewertungsreserven". Von den 10 Unternehmen liegt die Gesellschaft damit auf Rang 10. Der Wert beträgt 12,01% der HGB-Bilanzsumme. Im Vergleich zum Median des Marktes in Höhe von 36,31% der HGB-Bilanzsumme reduziert dies die ökonomische Eigenkapitalquote um 4,56 Prozentpunkte.



Die Korrelation zwischen den dargestellten Größen beträgt im Markt 0,94.

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 236 Mio. Euro.
- Die ökonomische Eigenkapitalquote beträgt 6,59%.
- Die Gesellschaft liegt damit auf Platz 10 von 10 deutschen Risikoversicherern.
- Größte Stärke: latente Steuern
- Größte Schwäche: passivische Bewertungsreserven

Risikotragfähigkeit

- Die Sicherheitsmittelquote beträgt 32,44%.
- Die Gesellschaft liegt damit auf Platz 10 von 10 deutschen Risikoversicherern.
- Die nachhaltige Gesamtverzinsung beträgt 6,69%.

11 Anhang: Die Daten

Nachfolgend ist dargestellt, wie die ERGO Direkt Leben in Bezug auf seine wesentlichen Größen im Gesamtmarkt der 10 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	389	12	20	72	1.561	1.774
Buchwert Kapitalanlagen	3	3.427	172	191	616	11.010	11.345
Direktgutschrift	4	56,61	2,28	5,18	38,71	262,03	370,59
Fondsgebundene LV	4	43	0	0	17	1.014	1.777
freie RSt für Beitragsrückerstattu.	4	143,11	0,22	8,11	109,90	392,92	461,04
Genussrechte	2	0,00	0,00	0,00	0,00	22,00	40,00
Gewinnabführung	3	11,25	0,00	0,00	5,42	36,91	54,27
HGB-Bilanzsumme	3	3.586	181	210	672	12.455	13.720
HGB-Deckungsrückstellung	3	2.913	100	126	443	9.685	10.415
HGB-Eigenkapital ohne GR und NV	4	82,79	12,61	14,48	44,17	215,21	251,26
Jahresüberschuss nach Steuern und.	5	0,00	-0,00	-0,00	0,00	10,57	13,50
Jahresüberschuss vor Steuern und G.	4	11,87	2,18	3,10	11,16	53,54	78,06
Kapitalanlage-Aufwendungen	3	12,84	0,52	0,55	1,56	43,44	51,40
Kapitalanlage-Erträge	3	138,30	5,87	6,21	22,41	535,80	554,21
mittlerer Tarifrachungszins	7	2,85%	1,97%	2,19%	3,14%	3,57%	3,67%
nachrangige Verbindlichkeiten	4	0,00	0,00	0,00	0,00	69,64	121,69
Risiko- und Übriges Ergebnis	5	92,40	14,71	16,62	77,85	390,98	480,42
Rohüberschuss	5	113,16	15,26	17,48	92,18	457,17	608,73
Schlussüberschussanteil-Fonds	1	117,89	0,00	0,14	6,28	115,64	117,89
Steuern	8	0,62	0,01	0,01	2,96	16,62	23,79
Zahlungen Versicherungsfälle	3	531	15	24	68	1.239	1.466
Zinsaufwand	3	104,70	3,75	3,88	20,89	437,65	489,31
Zinszusatzreserve	3	93,50	0,83	1,09	24,55	514,97	615,08
Zuführung zur RfB	4	44,68	2,02	2,87	36,65	159,71	160,09
ZZR-Aufwand	4	24,40	0,50	0,64	7,15	160,32	189,04

Angaben in Mio. Euro bzw. in Prozent

¹ bei fallender Sortierung

² Quantil von 10 Versicherern

Output-Variablen

Größe	Rang ¹	ERGO Direkt	Min.	5% ²	50% ²	95% ²	Max.
Bestandsabbaurrate	3	18,55%	9,50%	10,18%	13,89%	24,15%	25,39%
Garantie	3	2.482	-990	-612	205	6.996	7.162
Garantien und Optionen	4	0,00	0,00	0,00	0,00	0,02	0,02
HGB-DRSt ohne ZZR	3	2.819	99	124	424	9.193	10.022
HGB-DRSt ohne ZZR zzgl. FLV	3	2.862	99	124	430	10.206	11.799
HGB-Eigenkapital	4	82,79	12,61	14,48	45,92	292,13	292,84
Kapitalergebnis	3	125,46	5,29	5,66	20,85	492,36	502,82
latente Steuern	5	51,22	6,48	7,78	36,25	264,96	307,57
Marktwert Kapitalanlagen	3	3.816	201	212	688	12.523	12.645
Marktwert-Bilanzsumme	3	3.975	210	231	744	13.969	15.020
nachhaltige Gesamtverzinsung	9	6,69%	5,98%	6,30%	11,31%	35,72%	36,09%
Nettoverzinsung	6	3,66%	2,48%	2,59%	3,82%	4,48%	4,52%
Passivduration	8	5,68	4,33	4,53	7,39	9,70	10,27
passivische Bewertungsreserven	5	431	92	98	354	2.726	3.621
Puffer	5	927	86	116	671	3.921	4.395
Sicherheitsmittel	5	1.163	150	172	843	5.008	5.611
Sicherheitsmittelquote	10	32,44%	32,44%	34,54%	58,82%	207,10%	226,83%
sonstige Aktiva	3	115,69	8,47	8,61	55,53	431,56	598,52
sonstige Passiva	4	287	29	31	130	1.020	1.169
verfügbare RfB	4	261,00	1,56	10,08	110,06	494,28	573,93
Zinsergebnis	2	20,76	-9,73	-5,66	1,80	79,92	128,31
zukünftige Aktionärgewinne	5	205	26	31	145	1.060	1.230
zukünftige pass. vt. Überschüsse	5	525	91	118	412	3.225	3.886
zukünftige pass. Zinsüberschüsse	7	-94,22	-785,28	-551,19	-48,26	-2,64	1,02
zukünftige Überschussbeteiligung	5	615	78	93	435	3.180	3.691
zukünftige Überschüsse	5	820	104	124	580	4.239	4.921
ökonomische Eigenkapitalquote	10	6,59%	6,59%	7,40%	15,13%	41,28%	45,70%
ökonomisches Eigenkapital	5	236	45	54	173	1.087	1.216

Angaben in Mio. Euro bzw. in Prozent

¹ bei fallender Sortierung

² Quantil von 10 Versicherern