

Real Rate

Finanzstärkeanalyse

Deutsche Ärzteversicherung

10/2015



Wesentliche Ergebnisse

- Der faire Unternehmenswert beträgt 253 Mio. Euro.
- Die ökonomische Eigenkapitalquote beträgt 6,16%.
- Die Gesellschaft liegt damit auf Platz 7 von 58 deutschen Lebensversicherern.
- Größte Stärke: passivische Bewertungsreserven
- Größte Schwäche: latente Steuern

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 Deutsche Ärzteversicherung untersucht. Hierzu wird die handelsrechtliche Bilanz der Deutsche Ärzteversicherung 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 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 61,89 Mio. Euro.

Aktiva	in Mio. Euro	Passiva	in Mio. Euro
Kapitalanlagen	2.884	HGB-Eigenkapital	62
Fondsgebundene LV	1.002	verfügbare RfB	165
Sonst. Aktiva	221	Deckungsrückstellung	2.672
		Fondsgebundene LV	1.002
		Sonst. Passiva	206
Aktiva	4.108	Passiva	4.108

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. 3,52%. Dieser wird mittels der Passivduration von ca. 7,1 auf den nachhaltigen Zins in Höhe von 1,82%, umbewertet. Unter Ansatz der bereits gestellten Zinszusatzreserve in Höhe von 78,70 Mio. Euro führt dies zu passivischen Zins-Bewertungsreserven von -236,10 Mio. Euro. Hinzu kommen passivische Bewertungsreserven aus Biometrie und Kosten in Höhe von 617,08 Mio. Euro. Die passivischen Bewertungsreserven betragen damit insgesamt 380,99 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 639,32 Mio. Euro.

Die Summe aus aktivischen und passivischen Bewertungsreserven beträgt insgesamt 1.020 Mio. Euro. Davon entfallen unter Anwendung der Mindestzuführungsverordnung 191,31 Mio. auf die Aktionärssphäre in Form von zukünftigen Aktionärgewinnen nach Steuern. Dies führt vom HGB-Eigenkapital zum ökonomischen Eigenkapital in der Marktwertbilanz. Die restlichen 829,00 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	3.524	ök. Eigenkapital	253
Fondsgebundene LV	1.002	Puffer	994
Sonst. Aktiva	221	Garantie	2.291
		Fondsgebundene LV	1.002
		Sonst. Passiva	206
Aktiva	4.747	Passiva	4.747

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 6,16%. Sie liegt 1,65%-Punkte über dem Median von 4,51% und damit auf Rang 7 von 58 Lebensversicherern.

Komponente ök. EK	in Mio. Euro	in % der HGB-Bilanzsumme
HGB-Eigenkapital	61,89	1,51
zukünftige Aktionärgewinne	255,08	6,21
Steuern	-63,77	-1,55
ökonomisches Eigenkapital	253,20	6,16

Der faire Unternehmenswert der Deutsche Ärzteversicherung beträgt gemäß der RealRate-Analyse 253,20 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 Deutsche Ärzteversicherung beträgt 24,21%.

Puffer-Komponente	in Mio. Euro	in % der HGB-Bilanzsumme
verfügbare RfB	165,48	4,03
Überschussbeteiligung	765,23	18,63
Steuern	63,77	1,55
Puffer	994,48	24,21

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 Deutsche Ärzteversicherung beträgt 30,37%.

Komponente Sicherheitsmittel	in Mio. Euro	in % der HGB-Bilanzsumme
HGB-Eigenkapital	62	1,51
verfügbare RfB	165	4,03
zukünftige Überschüsse	1.020	24,84
Sicherheitsmittel	1.248	30,37

Die nachhaltige Gesamtverzinsung, die im Mittel aus der künftigen Überschussbeteiligung finanzierbar ist, beträgt 7,65%. Davon beträgt der mittlere garantierte Rechnungszins 3,52%.

7 Die Stärken und Schwächen

Die relativen Stärken und Schwächen der Deutsche Ärzteversicherung 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 Deutsche Ärzteversicherung zum anderen stark vom Markt abweicht.

Die größte Stärke der Deutsche Ärzteversicherung ist die Quote der Größe "passivische Bewertungsreserven". Von den 58 Unternehmen liegt die Gesellschaft damit auf Rang 4. Der Wert beträgt 9,27% der HGB-Bilanzsumme. Im Vergleich zum Median des Marktes in Höhe von -2,50% der HGB-Bilanzsumme erhöht dies die ökonomische Eigenkapitalquote um 2,21 Prozentpunkte. Die weiteren Stärken sind die Größen "Risiko- und Übriges Ergebnis" und "zukünftige Aktionärgewinne". Die größten Schwächen sind die Größen "latente Steuern", "Passivduration" und "HGB-Eigenkapital".

Größe ⁰	Rang ¹	DÄV	Markt ²	Effekt ³ ökonomische Eigenkapitalquote
Quote passivische Bewertungsreserv.	4	9,27%	-2,50%	2,21%
Quote Risiko- und Übriges Ergebnis	1	2,10%	0,60%	2,01%
Quote zukünftige Aktionärgewinne	2	6,21%	3,59%	1,97%
Quote zukünftige Überschüsse	2	24,84%	14,44%	1,95%
Quote zukünftige pass. vt. Übersch.	7	15,02%	6,50%	1,60%
Quote zukünftige pass. Zinsübersch.	7	-5,75%	-8,69%	0,55%
Quote Fondsgebundene LV	6	24,40%	2,95%	0,30%
Quote nachrangige Verbindlichkeiten.	16	0,24%	0,00%	0,24%
Quote HGB-Deckungsrückstellung	51	65,04%	81,27%	0,15%
Quote HGB-DRSt ohne ZZR	51	63,12%	78,58%	0,14%
...
Quote verfügbare RfB	34	4,03%	4,28%	-0,00%
Quote Schlussüberschussanteil-Fond.	55	0,97%	2,08%	-0,00%
Quote Zinszusatzreserve	38	1,92%	2,14%	-0,04%
mittlerer Tarifrechnungszins	7	3,52%	3,21%	-0,26%
Bestandsabbaurate	2	14,12%	9,20%	-0,42%
Quote Zahlungen Versicherungsfälle	1	12,36%	7,83%	-0,44%
Quote HGB-Eigenkapital ohne GR und.	38	1,26%	1,71%	-0,45%
Quote HGB-Eigenkapital	42	1,51%	2,01%	-0,50%
Passivduration	57	7,15	10,41	-0,63%
Quote latente Steuern	2	1,55%	0,90%	-0,66%

⁰ Quote bezogen auf HGB-Bilanzsumme

¹ von 58 Versicherern bei fallender Sortierung

² Median

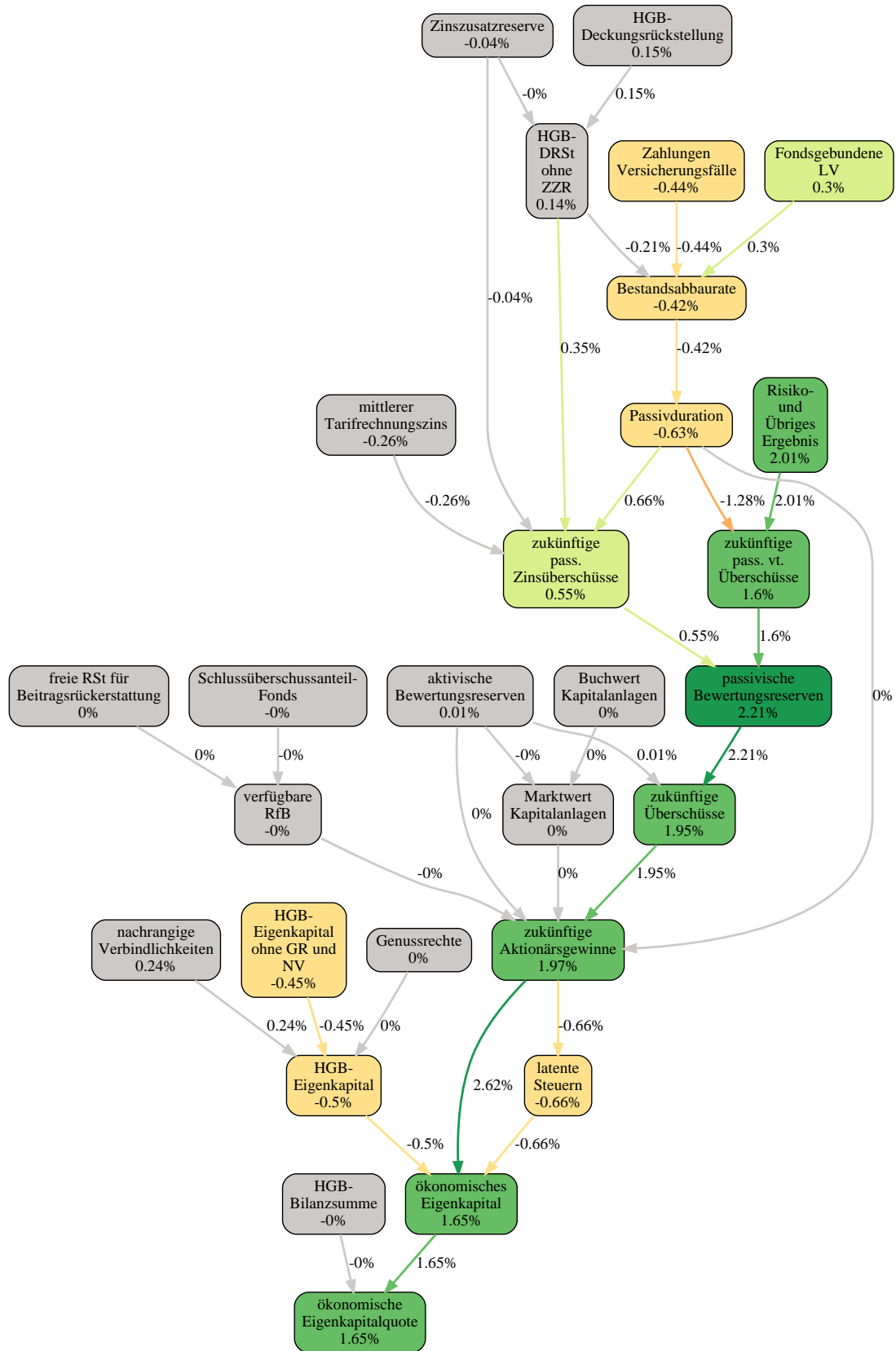
³ Änderung in Prozentpunkten

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.

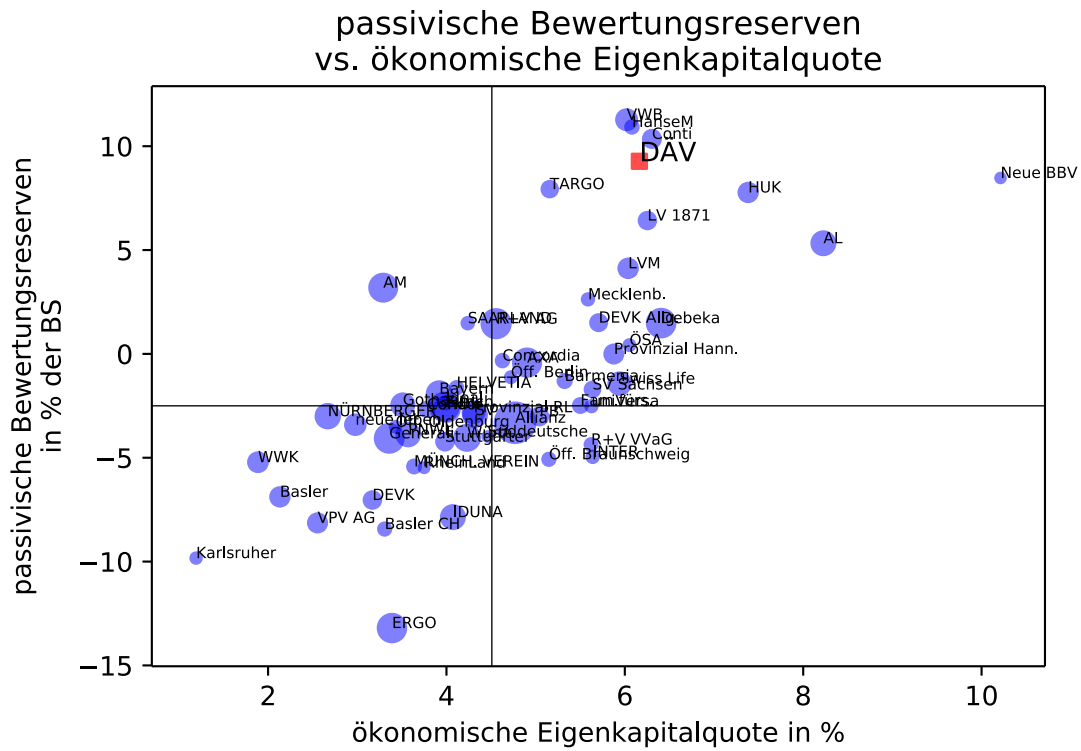
Die Größen "passivische Bewertungsreserven", "Risiko- und Übriges Ergebnis" und "zukünftige Aktionärgewinne" wirken stark positiv und sind grün dargestellt. Zudem wird deutlich, welche anderen Größen sie beeinflussen. Hingegen wirken die Größen "latente Steuern", "Passivduration" und "HGB-Eigenkapital" sehr negativ auf die ökonomische Eigenkapitalquote und sind rot eingefärbt. Insgesamt liegt die ökonomische Eigenkapitalquote 1,65%-Punkte über dem Median des Marktes.

Ursachenanalyse



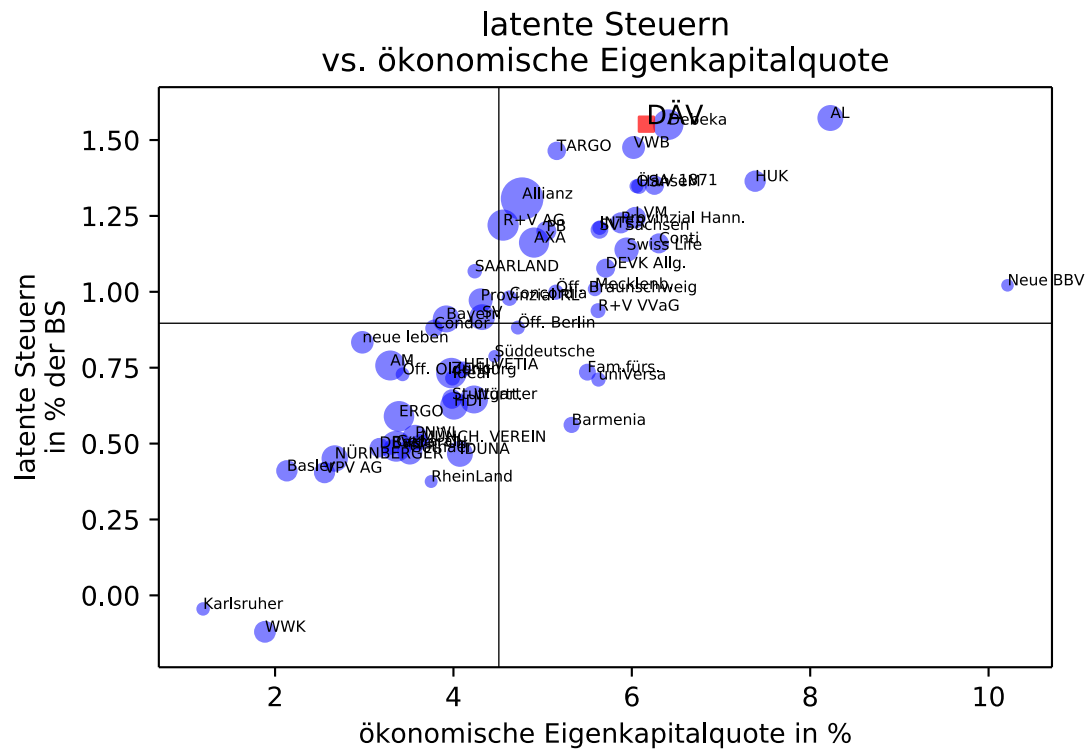
9 Marktvergleich

Die größte Stärke der Deutsche Ärzteversicherung ist die Quote der Größe "passivische Bewertungsreserven". Von den 58 Unternehmen liegt die Gesellschaft damit auf Rang 4. Der Wert beträgt 9,27% der HGB-Bilanzsumme. Im Vergleich zum Median des Marktes in Höhe von -2,50% der HGB-Bilanzsumme erhöht dies die ökonomische Eigenkapitalquote um 2,21 Prozentpunkte.



Die Korrelation zwischen den dargestellten Größen beträgt im Markt 0,71.

Die größte Schwäche der Deutsche Ärzteversicherung ist die Quote der Größe "latente Steuern". Von den 58 Unternehmen liegt die Gesellschaft damit auf Rang 2. Der Wert beträgt 1,55% der HGB-Bilanzsumme. Im Vergleich zum Median des Marktes in Höhe von 0,90% der HGB-Bilanzsumme reduziert dies die ökonomische Eigenkapitalquote um 0,66 Prozentpunkte.



Die Korrelation zwischen den dargestellten Größen beträgt im Markt 0,77.

10 Zusammenfassung

Die wesentlichen Ergebnisse bezüglich der Finanzstärke und Risikotragfähigkeit der Deutsche Ärzteversicherung 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 253 Mio. Euro.
- Die ökonomische Eigenkapitalquote beträgt 6,16%.
- Die Gesellschaft liegt damit auf Platz 7 von 58 deutschen Lebensversicherern.
- Größte Stärke: passivische Bewertungsreserven
- Größte Schwäche: latente Steuern

Risikotragfähigkeit

- Die Sicherheitsmittelquote beträgt 30,37%.
- Die Gesellschaft liegt damit auf Platz 4 von 58 deutschen Lebensversicherern.
- Die nachhaltige Gesamtverzinsung beträgt 7,65%.

11 Anhang: Die Daten

Nachfolgend ist dargestellt, wie die Deutsche Ärzteversicherung in Bezug auf seine wesentlichen Größen im Gesamtmarkt der 58 Unternehmen positioniert ist. Die Darstellung ist differenziert nach Input-Größen und Output-Größen.

Input-Variablen

Größe	Rang ¹	DÄV	Min.	5% ²	50% ²	95% ²	Max.
aktivische Bewertungsreserven	34	639	53	117	851	8.615	43.362
Buchwert Kapitalanlagen	36	2.884	438	840	5.097	39.961	169.434
Direktgutschrift	14	45,70	0,00	0,00	3,99	137,88	281,86
Fondsgebundene LV	15	1.002	0	0	382	6.352	13.676
freie RSt für Beitragsrückerstattu.	30	126	6	14	131	927	6.467
Genussrechte	8	0,00	0,00	0,00	0,00	7,17	150,00
Gewinnabführung	10	18,80	0,00	0,00	0,00	43,62	513,00
HGB-Bilanzsumme	35	4.108	677	925	5.979	43.280	178.886
HGB-Deckungsrückstellung	36	2.672	398	711	4.357	36.670	154.463
HGB-Eigenkapital ohne GR und NV	36	52	10	14	97	728	1.519
Jahresüberschuss nach Steuern und.	57	-0,00	-0,00	-0,00	1,95	42,43	95,00
Jahresüberschuss vor Steuern und G.	18	25,97	-18,40	0,79	9,68	79,80	125,82
Kapitalanlage-Aufwendungen	32	19,10	0,57	1,75	24,23	211,83	502,59
Kapitalanlage-Erträge	34	175	29	39	274	1.968	8.619
mittlerer Tarifrechnungszins	7	3,52%	2,02%	2,59%	3,21%	3,80%	3,98%
nachrangige Verbindlichkeiten	17	10,00	0,00	0,00	0,00	175,35	387,65
Risiko- und Übriges Ergebnis	21	86,32	-6,73	4,11	29,81	364,20	732,29
Rohüberschuss	26	117	2	10	93	611	3.133
Schlussüberschussanteil-Fonds	44	40	1	20	128	1.122	4.282
Steuern	22	7,17	-556,18	-24,57	2,90	35,91	60,00
Zahlungen Versicherungsfälle	28	508	29	59	493	3.625	12.760
Zinsaufwand	34	125	11	31	186	1.624	5.716
Zinszusatzreserve	35	79	2	17	113	1.138	3.831
Zuführung zur RfB	33	45	1	5	51	396	3.008
ZZR-Aufwand	35	34	1	8	52	499	1.390

Angaben in Mio. Euro bzw. in Prozent

¹ bei fallender Sortierung

² Quantil von 58 Versicherern

Output-Variablen

Größe	Rang ¹	DÄV	Min.	5% ²	50% ²	95% ²	Max.
Bestandsabbaurate	2	14,12%	5,00%	6,64%	9,20%	12,62%	14,24%
Garantie	38	2.291	341	797	4.573	38.195	160.395
Garantien und Optionen	58	0,00	0,00	0,05	1,91	32,55	89,05
HGB-DRSt ohne ZZR	36	2.593	397	699	4.244	35.984	150.631
HGB-DRSt ohne ZZR zzgl. FLV	34	3.596	522	760	5.076	37.434	154.896
HGB-Eigenkapital	36	62	13	14	104	749	1.519
Kapitalergebnis	34	155	27	35	234	1.818	8.117
latente Steuern	29	64	-11	5	59	485	2.338
Marktwert Kapitalanlagen	36	3.524	492	949	5.805	49.605	212.796
Marktwert-Bilanzsumme	35	4.747	731	1.035	6.783	52.191	222.249
nachhaltige Gesamtverzinsung	1	7,65%	3,46%	3,93%	4,49%	5,38%	7,65%
Nettoverzinsung	3	5,39%	3,74%	3,91%	4,42%	5,22%	6,48%
Passivduration	57	7,15	7,10	7,89	10,41	13,83	17,54
passivische Bewertungsreserven	8	381	-5.932	-1.657	-69	740	1.329
Puffer	29	994	71	104	957	8.094	41.166
Sicherheitsmittel	29	1.248	82	167	1.225	10.100	49.698
Sicherheitsmittelquote	4	30,37%	5,56%	11,66%	20,82%	30,59%	34,17%
sonstige Aktiva	30	221	23	27	225	1.796	5.188
sonstige Passiva	39	206	23	52	479	2.526	7.891
verfügbare RfB	36	165	15	35	283	1.829	10.749
Zinsergebnis	31	30	-5	-1	31	270	2.401
zukünftige Aktionärgewinne	29	255	-91	20	235	1.940	9.351
zukünftige pass. vt. Überschüsse	25	617	-53	41	352	3.719	8.391
zukünftige pass. Zinsüberschüsse	20	-236	-14.323	-3.985	-546	-71	-21
zukünftige Überschussbeteiligung	29	765	21	81	708	5.828	28.079
zukünftige Überschüsse	29	1.020	-2	86	943	7.768	37.430
ökonomische Eigenkapitalquote	7	6,16%	1,19%	2,49%	4,51%	6,55%	10,21%
ökonomisches Eigenkapital	29	253	11	35	242	2.005	8.533

Angaben in Mio. Euro bzw. in Prozent

¹ bei fallender Sortierung

² Quantil von 58 Versicherern