

Real Rate

Finanzstärkeanalyse

Deutsche Ärzteversicherung

10/2016



Wesentliche Ergebnisse

- Der faire Unternehmenswert beträgt 284 Mio. Euro.
- Die ökonomische Eigenkapitalquote beträgt 6,67%.
- Die Gesellschaft liegt damit auf Platz 6 von 57 deutschen Lebensversicherern.
- Größte Stärke: Risiko- und Übriges Ergebnis
- 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 2015 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	3.021	HGB-Eigenkapital	62
Fondsgebundene LV	1.075	verfügbare RfB	187
Sonst. Aktiva	157	Deckungsrückstellung	2.739
		Fondsgebundene LV	1.075
		Sonst. Passiva	191
Aktiva	4.253	Passiva	4.253

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. 3,36%. Dieser wird mittels der Passivduration von ca. 8,5 auf den nachhaltigen Zins in Höhe von 2,02%, umbewertet. Unter Ansatz der bereits gestellten Zinszusatzreserve in Höhe von 121,70 Mio. Euro führt dies zu passivischen Zins-Bewertungsreserven von -176,12 Mio. Euro. Hinzu kommen passivische Bewertungsreserven aus Biometrie und Kosten in Höhe von 838,86 Mio. Euro. Die passivischen Bewertungsreserven betragen damit insgesamt 662,74 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 520,08 Mio. Euro.

Die Summe aus aktivischen und passivischen Bewertungsreserven beträgt insgesamt 1.183 Mio. Euro. Davon entfallen unter Anwendung der Mindestzuführungsverordnung 221,78 Mio. auf die Aktionärssphäre in Form von zukünftigen Aktionärgewinnen nach Steuern. Dies führt vom HGB-Eigenkapital zum ökonomischen Eigenkapital in der Marktwertbilanz. Die restlichen 961,04 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	3.542	ök. Eigenkapital	284
Fondsgebundene LV	1.075	Puffer	1.148
Sonst. Aktiva	157	Garantie	2.076
		Fondsgebundene LV	1.075
		Sonst. Passiva	191
Aktiva	4.773	Passiva	4.773

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 6,67%. Sie liegt 2,21%-Punkte über dem Median von 4,46% und damit auf Rang 6 von 57 Lebensversicherern.

Komponente ök. EK	in Mio. Euro	in % der HGB-Bilanzsumme
HGB-Eigenkapital	61,89	1,46
zukünftige Aktionärgewinne	295,70	6,95
Steuern	-73,93	-1,74
ökonomisches Eigenkapital	283,67	6,67

Der faire Unternehmenswert der Deutsche Ärzteversicherung beträgt gemäß der RealRate-Analyse 283,67 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 27,00%.

Puffer-Komponente	in Mio. Euro	in % der HGB-Bilanzsumme
verfügbare RfB	187	4,40
Überschussbeteiligung	887	20,86
Steuern	74	1,74
Puffer	1.148	27,00

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 33,67%.

Komponente Sicherheitsmittel	in Mio. Euro	in % der HGB-Bilanzsumme
HGB-Eigenkapital	62	1,46
verfügbare RfB	187	4,40
zukünftige Überschüsse	1.183	27,81
Sicherheitsmittel	1.432	33,67

Die nachhaltige Gesamtverzinsung, die im Mittel aus der künftigen Überschussbeteiligung finanzierbar ist, beträgt 7,36%. Davon beträgt der mittlere garantierte Rechnungszins 3,36%.

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 "Risiko- und Übriges Ergebnis". Von den 57 Unternehmen liegt die Gesellschaft damit auf Rang 1. Der Wert beträgt 2,33% der HGB-Bilanzsumme. Im Vergleich zum Median des Marktes in Höhe von 0,58% der HGB-Bilanzsumme erhöht dies die ökonomische Eigenkapitalquote um 2,78 Prozentpunkte. Die weiteren Stärken sind die Größen "passivische Bewertungsreserven" und "zukünftige Aktionärgewinne". Die größten Schwächen sind die Größen "latente Steuern", "HGB-Eigenkapital" und "Passivduration".

Größe ⁰	Rang ¹	DÄV	Markt ²	Effekt ³ ökonomische Eigenkapitalquote
Quote Risiko- und Übriges Ergebnis	1	2,33%	0,58%	2,78%
Quote passivische Bewertungsreserv.	3	15,58%	1,17%	2,70%
Quote zukünftige Aktionärgewinne	2	6,95%	3,41%	2,66%
Quote zukünftige Überschüsse	2	27,81%	13,75%	2,64%
Quote zukünftige pass. vt. Übersch.	4	19,72%	5,77%	2,62%
Quote Fondsgebundene LV	7	25,27%	3,21%	0,52%
Quote zukünftige pass. Zinsübersch.	15	-4,14%	-5,61%	0,27%
Quote nachrangige Verbindlicheite.	17	0,24%	0,00%	0,24%
Quote aktivische Bewertungsreserve.	26	12,23%	11,89%	0,06%
Quote Marktwert Kapitalanlagen	50	83,27%	105,10%	0,00%
...
Quote HGB-DRSt ohne ZZR	50	61,54%	77,43%	-0,04%
Quote HGB-Deckungsrückstellung	50	64,40%	81,27%	-0,04%
Quote Zinszusatzreserve	36	2,86%	3,16%	-0,06%
mittlerer Tarifrrechnungs zins	14	3,36%	3,12%	-0,24%
Bestandsabbaurate	6	11,41%	8,92%	-0,45%
Quote HGB-Eigenkapital ohne GR und.	40	1,22%	1,72%	-0,50%
Quote Zahlungen Versicherungsfälle	6	9,90%	7,43%	-0,51%
Passivduration	52	8,47	10,47	-0,56%
Quote HGB-Eigenkapital	43	1,46%	2,04%	-0,58%
Quote latente Steuern	2	1,74%	0,85%	-0,89%

⁰ Quote bezogen auf HGB-Bilanzsumme

¹ von 57 Versicherern bei fallender Sortierung

² Median

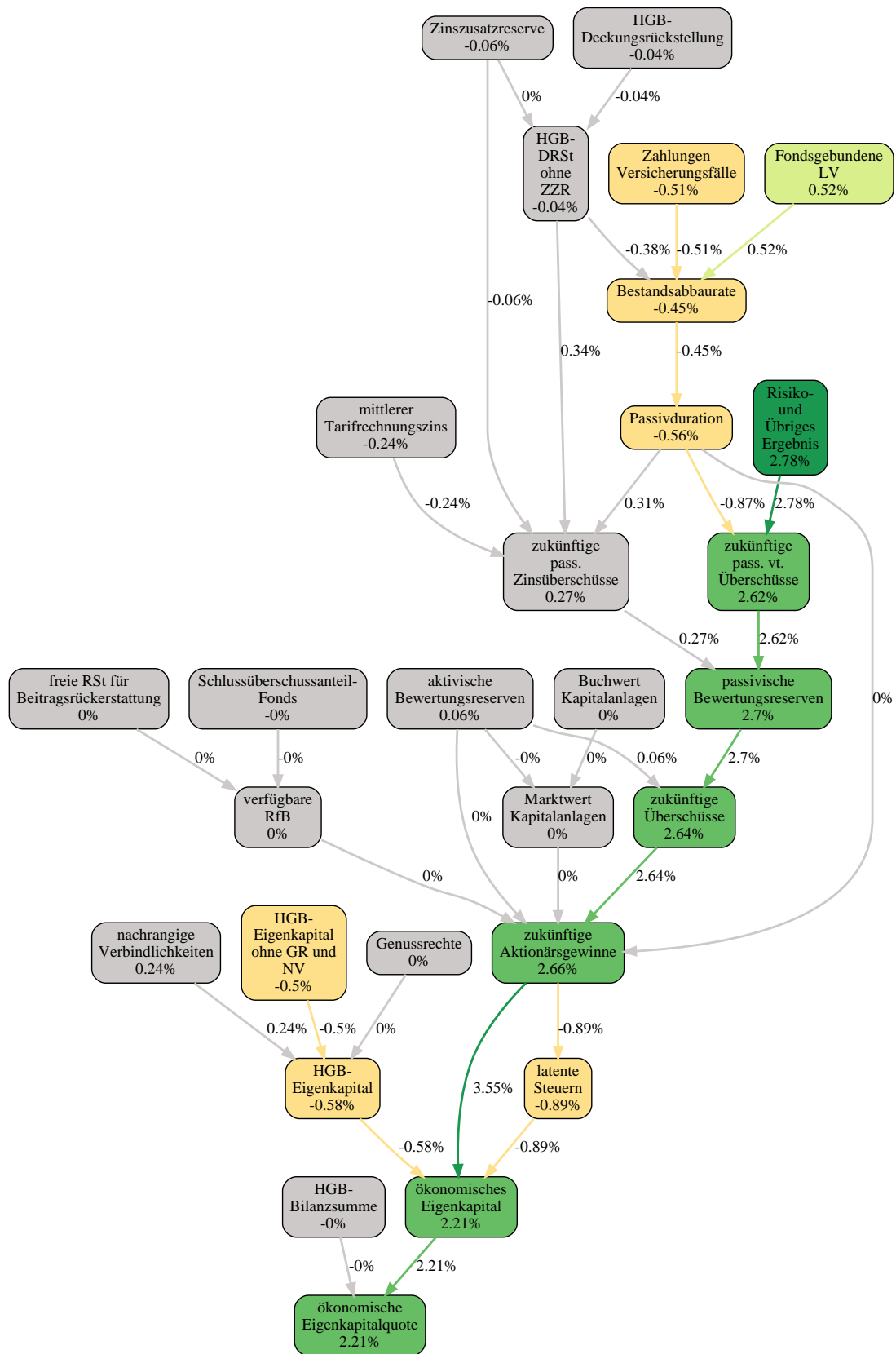
³ Änderung in Prozentpunkten

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.

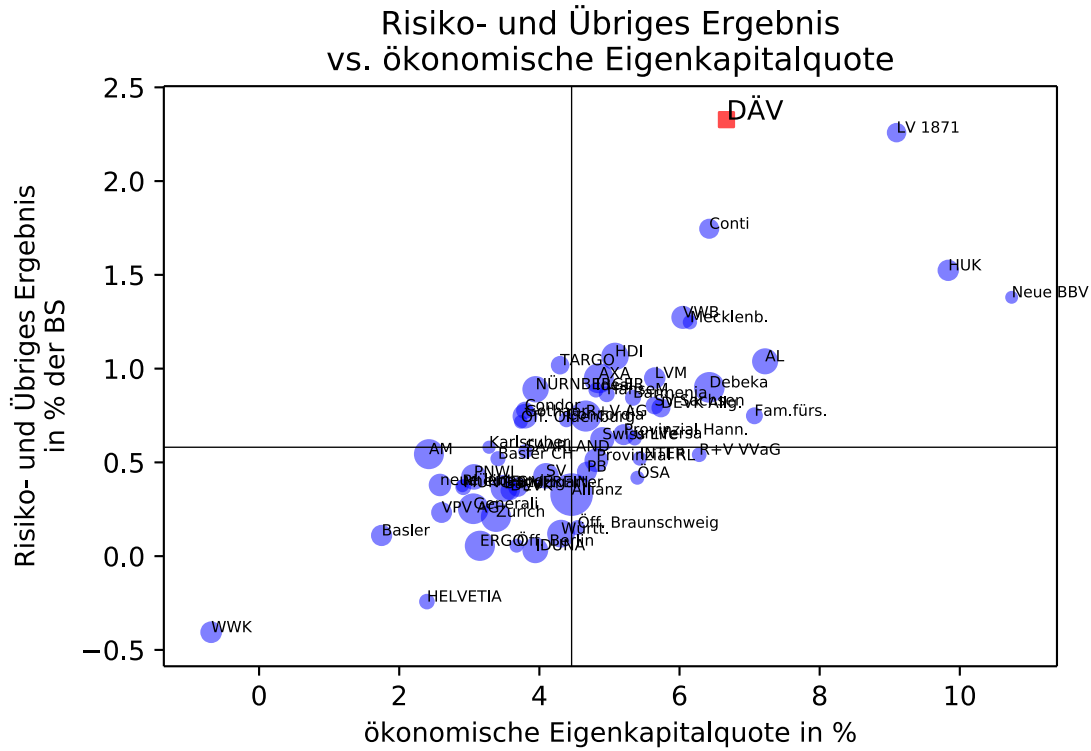
Die Größen "Risiko- und Übriges Ergebnis", "passivische Bewertungsreserven" und "zukünftige Aktionärgewinne" wirken stark positiv und sind grün dargestellt. Zudem wird deutlich, welche anderen Größen sie beeinflussen. Hingegen wirken die Größen "latente Steuern", "HGB-Eigenkapital" und "Passivduration" sehr negativ auf die ökonomische Eigenkapitalquote und sind rot eingefärbt. Insgesamt liegt die ökonomische Eigenkapitalquote 2,21%-Punkte über dem Median des Marktes.

Ursachenanalyse



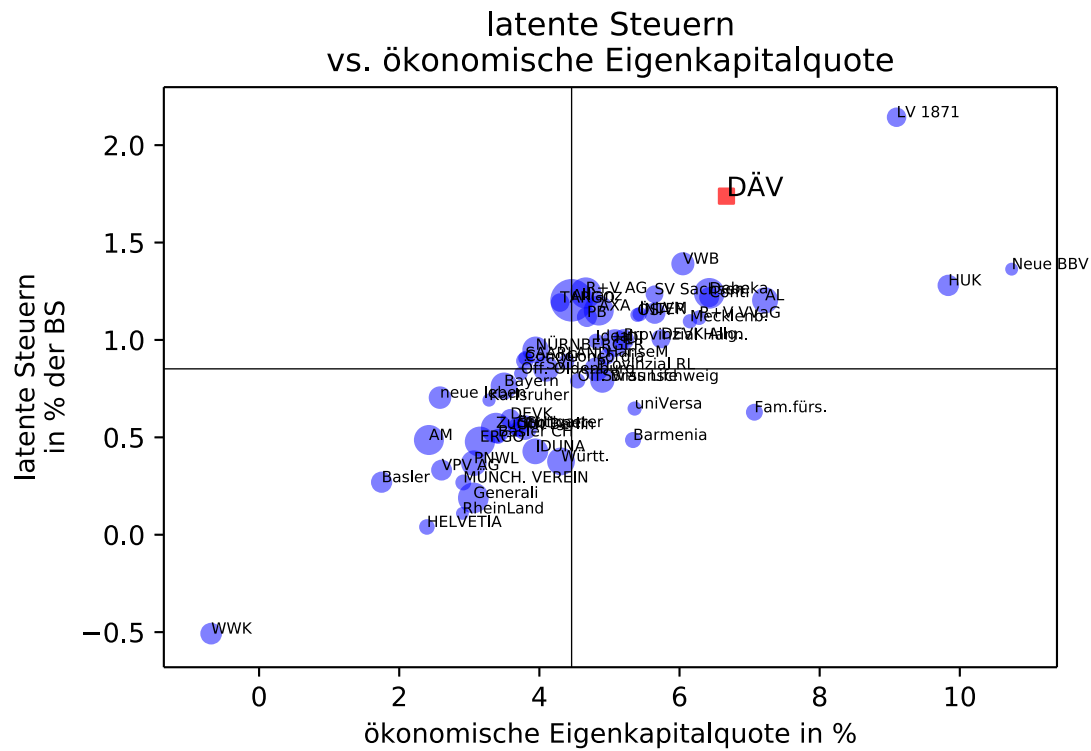
9 Marktvergleich

Die größte Stärke der Deutsche Ärzteversicherung ist die Quote der Größe "Risiko- und Übriges Ergebnis". Von den 57 Unternehmen liegt die Gesellschaft damit auf Rang 1. Der Wert beträgt 2,33% der HGB-Bilanzsumme. Im Vergleich zum Median des Marktes in Höhe von 0,58% der HGB-Bilanzsumme erhöht dies die ökonomische Eigenkapitalquote um 2,78 Prozentpunkte.



Die Korrelation zwischen den dargestellten Größen beträgt im Markt 0,76.

Die größte Schwäche der Deutsche Ärzteversicherung ist die Quote der Größe "latente Steuern". Von den 57 Unternehmen liegt die Gesellschaft damit auf Rang 2. Der Wert beträgt 1,74% der HGB-Bilanzsumme. Im Vergleich zum Median des Marktes in Höhe von 0,85% der HGB-Bilanzsumme reduziert dies die ökonomische Eigenkapitalquote um 0,89 Prozentpunkte.



Die Korrelation zwischen den dargestellten Größen beträgt im Markt 0,79.

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 284 Mio. Euro.
- Die ökonomische Eigenkapitalquote beträgt 6,67%.
- Die Gesellschaft liegt damit auf Platz 6 von 57 deutschen Lebensversicherern.
- Größte Stärke: Risiko- und Übriges Ergebnis
- Größte Schwäche: latente Steuern

Risikotragfähigkeit

- Die Sicherheitsmittelquote beträgt 33,67%.
- Die Gesellschaft liegt damit auf Platz 2 von 57 deutschen Lebensversicherern.
- Die nachhaltige Gesamtverzinsung beträgt 7,36%.

11 Anhang: Die Daten

Nachfolgend ist dargestellt, wie die Deutsche Ärzteversicherung 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 ¹	DÄV	Min.	5% ²	50% ²	95% ²	Max.
aktivische Bewertungsreserven	34	520	36	111	777	7.357	37.422
Buchwert Kapitalanlagen	36	3.021	543	999	5.324	41.224	178.901
Direktgutschrift	12	47,71	-0,00	0,00	1,37	149,77	295,24
Fondsgebundene LV	17	1.075	0	1	459	6.782	14.733
freie RSt für Beitragsrückerstattu.	29	160	6	17	160	1.067	6.841
Genussrechte	7	0,00	0,00	0,00	0,00	7,51	150,00
Gewinnabführung	9	18,80	0,00	0,00	0,00	35,72	499,00
HGB-Bilanzsumme	35	4.253	786	1.042	6.725	45.593	188.142
HGB-Deckungsrückstellung	36	2.739	494	907	4.599	37.488	163.662
HGB-Eigenkapital ohne GR und NV	37	52	11	19	105	755	1.598
Jahresüberschuss nach Steuern und.	47	0,00	-0,00	-0,00	1,33	26,00	79,00
Jahresüberschuss vor Steuern und G.	17	29,90	-31,59	0,55	13,26	85,41	655,27
Kapitalanlage-Aufwendungen	36	26	1	2	37	334	1.255
Kapitalanlage-Erträge	35	176	32	45	309	2.018	9.490
mittlerer Tarifrechnungszins	14	3,36%	2,01%	2,56%	3,12%	3,63%	3,86%
nachrangige Verbindlichkeiten	18	10,00	0,00	0,00	0,00	249,52	688,07
Risiko- und Übriges Ergebnis	16	99,00	-39,19	2,38	30,22	369,68	617,34
Rohüberschuss	25	118	2	6	69	524	2.339
Schlussüberschussanteil-Fonds	49	27	8	19	112	1.049	3.686
Steuern	22	11,10	-37,59	0,09	6,07	46,89	77,27
Zahlungen Versicherungsfälle	31	421	49	83	457	3.579	12.127
Zinsaufwand	34	131	11	36	202	1.658	6.513
Zinszusatzreserve	35	122	3	25	187	1.530	5.963
Zuführung zur RfB	28	41	0	4	38	305	1.583
ZZR-Aufwand	33	43	1	9	67	538	2.131

Angaben in Mio. Euro bzw. in Prozent

¹ bei fallender Sortierung

² Quantil von 57 Versicherern

Output-Variablen

Größe	Rang ¹	DÄV	Min.	5% ²	50% ²	95% ²	Max.
Bestandsabbaurate	6	11,41%	5,12%	6,84%	8,92%	13,42%	16,22%
Garantie	38	2.076	352	898	4.717	38.797	164.764
Garantien und Optionen	57	0,00	0,00	0,03	4,59	80,86	257,18
HGB-DRSt ohne ZZR	36	2.617	492	874	4.376	36.352	157.699
HGB-DRSt ohne ZZR zzgl. FLV	35	3.692	656	890	5.757	38.185	162.248
HGB-Eigenkapital	36	62	11	19	132	976	1.598
Kapitalergebnis	35	150	27	43	239	1.824	8.235
latente Steuern	28	74	-49	5	56	491	2.264
Marktwert Kapitalanlagen	36	3.542	579	1.109	6.049	48.600	216.323
Marktwert-Bilanzsumme	35	4.773	851	1.153	7.120	51.056	225.565
nachhaltige Gesamtverzinsung	1	7,36%	3,09%	3,70%	4,37%	5,43%	7,36%
Nettoverzinsung	13	4,97%	3,43%	3,66%	4,43%	5,36%	6,63%
Passivduration	52	8,47	6,25	7,37	10,47	13,10	16,65
passivische Bewertungsreserven	12	663	-4.469	-1.112	27	1.559	2.348
Puffer	28	1.148	60	131	1.101	8.365	40.053
Sicherheitsmittel	28	1.432	83	172	1.302	10.414	48.445
Sicherheitsmittelquote	2	33,67%	3,51%	10,47%	20,09%	29,84%	41,86%
sonstige Aktiva	37	157	26	32	239	1.712	4.692
sonstige Passiva	39	191	20	48	471	2.594	7.807
verfügbare RfB	34	187	19	41	290	1.856	10.526
Zinsergebnis	29	19	-149	-5	19	299	1.722
zukünftige Aktionärsgewinne	28	296	-392	20	223	1.966	9.057
zukünftige pass. vt. Überschüsse	18	839	-290	25	298	3.790	7.510
zukünftige pass. Zinsüberschüsse	21	-176	-8.612	-2.805	-381	-22	36
zukünftige Überschussbeteiligung	28	887	34	84	669	5.913	27.263
zukünftige Überschüsse	28	1.183	-209	93	892	7.879	36.320
ökonomische Eigenkapitalquote	6	6,67%	-0,68%	2,42%	4,46%	7,60%	10,74%
ökonomisches Eigenkapital	29	284	-66	38	284	2.049	8.391

Angaben in Mio. Euro bzw. in Prozent

¹ bei fallender Sortierung

² Quantil von 57 Versicherern