

# Real Rate

## Finanzstärkeanalyse Deutsche Ärzteversicherung 10/2017



### Wesentliche Ergebnisse

- Der faire Unternehmenswert beträgt 289 Mio. Euro.
- Die ökonomische Eigenkapitalquote beträgt 6,60%.
- Die Gesellschaft liegt damit auf Platz 7 von 57 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 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 61,89 Mio. Euro.

Aktiva	in Mio. Euro	Passiva	in Mio. Euro
Kapitalanlagen	3.061	HGB-Eigenkapital	62
Fondsgebundene LV	1.126	verfügbare RfB	195
Sonst. Aktiva	201	Deckungsrückstellung	2.809
		Fondsgebundene LV	1.126
		Sonst. Passiva	195
Aktiva	4.388	Passiva	4.388

## 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. 3,28%. Dieser wird mittels der Passivduration von ca. 8,7 auf den nachhaltigen Zins in Höhe von 1,68%, umbewertet. Unter Ansatz der bereits gestellten Zinszusatzreserve in Höhe von 172,20 Mio. Euro führt dies zu passivischen Zins-Bewertungsreserven von -195,03 Mio. Euro. Hinzu kommen passivische Bewertungsreserven aus Biometrie und Kosten in Höhe von 844,87 Mio. Euro. Die passivischen Bewertungsreserven betragen damit insgesamt 649,84 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 563,64 Mio. Euro.

Die Summe aus aktivischen und passivischen Bewertungsreserven beträgt insgesamt 1.213 Mio. Euro. Davon entfallen unter Anwendung der Mindestzuführungsverordnung 227,53 Mio. auf die Aktionärssphäre in Form von zukünftigen Aktionärgewinnen nach Steuern. Dies führt vom HGB-Eigenkapital zum ökonomischen Eigenkapital in der Marktwertbilanz. Die restlichen 985,95 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	3.625	ök. Eigenkapital	289
Fondsgebundene LV	1.126	Puffer	1.181
Sonst. Aktiva	201	Garantie	2.160
		Fondsgebundene LV	1.126
		Sonst. Passiva	195
<b>Aktiva</b>	<b>4.951</b>	<b>Passiva</b>	<b>4.951</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 6,60%. Sie liegt 1,72%-Punkte über dem Median von 4,88% und damit auf Rang 7 von 57 Lebensversicherern.

Komponente ök. EK	in Mio. Euro	in % der HGB-Bilanzsumme
HGB-Eigenkapital	61,89	1,41
zukünftige Aktionärgewinne	303,37	6,91
Steuern	-75,84	-1,73
<b>ökonomisches Eigenkapital</b>	<b>289,42</b>	<b>6,60</b>

Der faire Unternehmenswert der Deutsche Ärzteversicherung beträgt gemäß der RealRate-Analyse 289,42 Mio. Euro. Diesen Wert vergleichen wir mit der Angabe aus dem veröffentlichten Solvency and Financial Condition Report der Deutsche Ärzteversicherung: Die Basiseigenmittel - ohne Ansatz der Übergangsmaßnahme und der Volatilitätsanpassung - betragen dort 474,87 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 26,92%.

Puffer-Komponente	in Mio. Euro	in % der HGB-Bilanzsumme
verfügbare RfB	195	4,45
Überschussbeteiligung	910	20,74
Steuern	76	1,73
Puffer	1.181	26,92

## 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 33,52%.

Komponente Sicherheitsmittel	in Mio. Euro	in % der HGB-Bilanzsumme
HGB-Eigenkapital	62	1,41
verfügbare RfB	195	4,45
zukünftige Überschüsse	1.213	27,66
Sicherheitsmittel	1.471	33,52

Die nachhaltige Gesamtverzinsung, die im Mittel aus der künftigen Überschussbeteiligung finanzierbar ist, beträgt 7,24%. Davon beträgt der mittlere garantierte Rechnungszins 3,28%.

## 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 57 Unternehmen liegt die Gesellschaft damit auf Rang 1. Der Wert beträgt 14,81% der HGB-Bilanzsumme. Im Vergleich zum Median des Marktes in Höhe von 1,46% der HGB-Bilanzsumme erhöht dies die ökonomische Eigenkapitalquote um 2,50 Prozentpunkte. Die weiteren Stärken sind die Größen "Risiko- und Übriges Ergebnis" und "zukünftige Aktionärgewinne". Die größten Schwächen sind die Größen "latente Steuern", "HGB-Eigenkapital" und "HGB-Eigenkapital ohne GR und NV".

Größe <sup>0</sup>	Rang <sup>1</sup>	DÄV	Markt <sup>2</sup>	Effekt <sup>3</sup> ökonomische Eigenkapitalquote
Quote passivische Bewertungsreserv.	1	14,81%	1,46%	2,50%
Quote Risiko- und Übriges Ergebnis	1	2,21%	0,76%	2,38%
Quote zukünftige Aktionärgewinne	1	6,91%	3,80%	2,34%
Quote zukünftige Überschüsse	1	27,66%	15,26%	2,32%
Quote zukünftige pass. vt. Übersch.	3	19,26%	7,23%	2,25%
Quote Fondsgebundene LV	6	25,65%	3,93%	0,46%
Quote zukünftige pass. Zinsübersch.	16	-4,44%	-5,96%	0,28%
Quote nachrangige Verbindlichkeiten.	20	0,23%	0,00%	0,23%
Quote HGB-Deckungsrückstellung	50	64,03%	81,27%	0,09%
Quote HGB-DRSt ohne ZZR	51	60,11%	76,52%	0,08%
...	...	...	...	...
Quote Schlussüberschussanteil-Fond.	54	0,67%	1,70%	-0,00%
Quote aktivische Bewertungsreserve.	30	12,85%	12,95%	-0,02%
Quote Zinszusatzreserve	36	3,92%	4,40%	-0,09%
mittlerer Tarifrechnungszins	18	3,28%	3,12%	-0,15%
Bestandsabbaurate	7	11,45%	9,36%	-0,33%
Passivduration	51	8,70	10,40	-0,40%
Quote Zahlungen Versicherungsfälle	7	9,82%	7,54%	-0,42%
Quote HGB-Eigenkapital ohne GR und.	46	1,18%	1,70%	-0,52%
Quote HGB-Eigenkapital	46	1,41%	2,14%	-0,73%
Quote latente Steuern	1	1,73%	0,95%	-0,78%

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

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

<sup>2</sup> Median

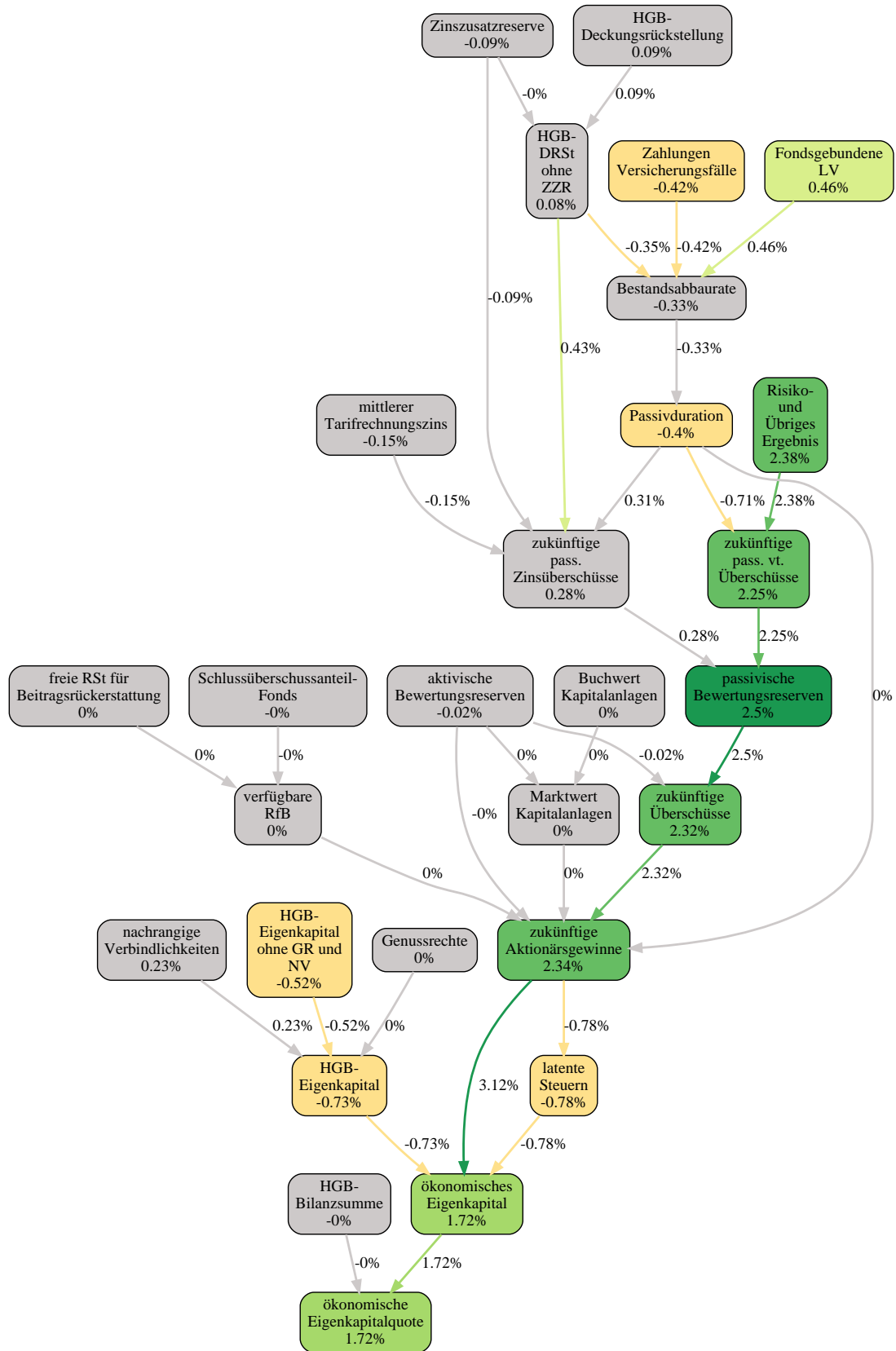
<sup>3</sup> Änderung in Prozentpunkten

## 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 "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", "HGB-Eigenkapital" und "HGB-Eigenkapital ohne GR und NV" sehr negativ auf die ökonomische Eigenkapitalquote und sind rot eingefärbt. Insgesamt liegt die ökonomische Eigenkapitalquote 1,72%-Punkte über dem Median des Marktes.

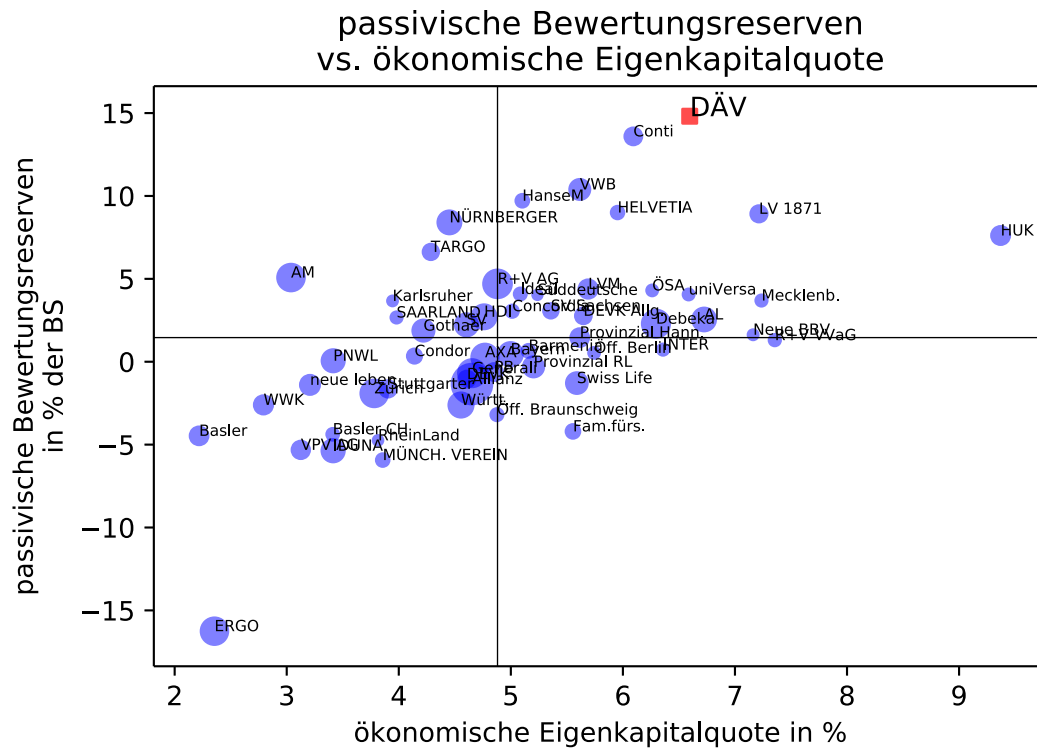
# Ursachenanalyse





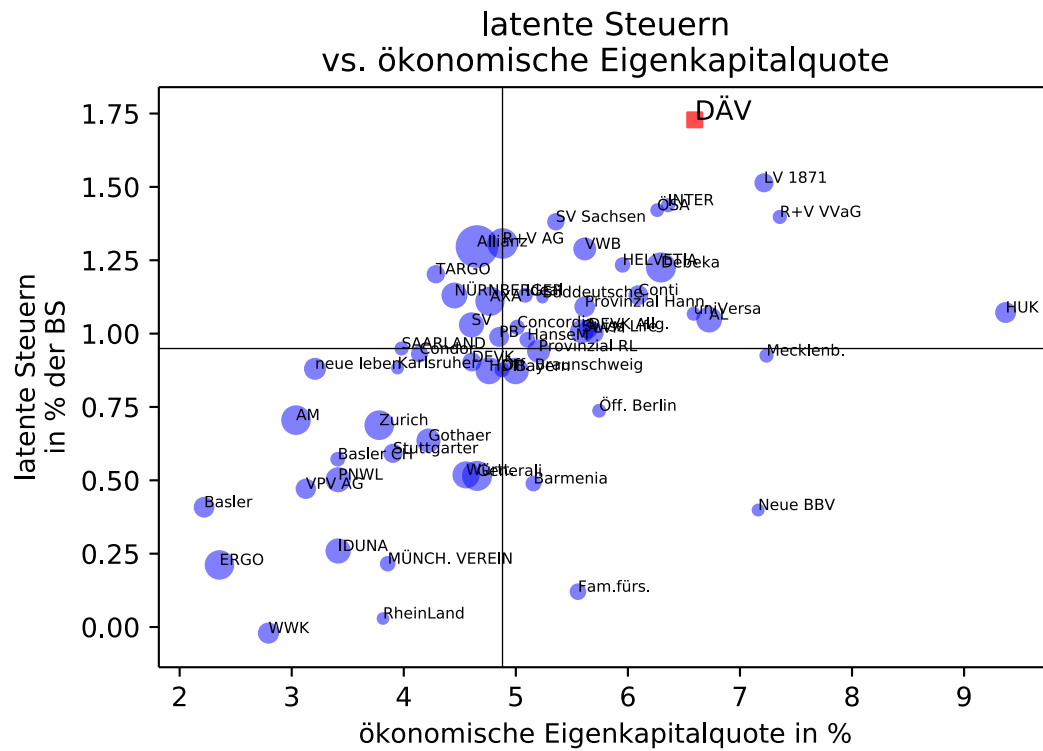
## 9 Marktvergleich

Die größte Stärke der Deutsche Ärzteversicherung ist die Quote der Größe "passivische Bewertungsreserven". Von den 57 Unternehmen liegt die Gesellschaft damit auf Rang 1. Der Wert beträgt 14,81% der HGB-Bilanzsumme. Im Vergleich zum Median des Marktes in Höhe von 1,46% der HGB-Bilanzsumme erhöht dies die ökonomische Eigenkapitalquote um 2,50 Prozentpunkte.



Die Korrelation zwischen den dargestellten Größen beträgt im Markt 0,57.

Die größte Schwäche der Deutsche Ärzteversicherung ist die Quote der Größe "latente Steuern". Von den 57 Unternehmen liegt die Gesellschaft damit auf Rang 1. Der Wert beträgt 1,73% der HGB-Bilanzsumme. Im Vergleich zum Median des Marktes in Höhe von 0,95% der HGB-Bilanzsumme reduziert dies die ökonomische Eigenkapitalquote um 0,78 Prozentpunkte.



Die Korrelation zwischen den dargestellten Größen beträgt im Markt 0,58.

## 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 289 Mio. Euro.
- Die ökonomische Eigenkapitalquote beträgt 6,60%.
- Die Gesellschaft liegt damit auf Platz 7 von 57 deutschen Lebensversicherern.
- Größte Stärke: passivische Bewertungsreserven
- Größte Schwäche: latente Steuern

### Risikotragfähigkeit

- Die Sicherheitsmittelquote beträgt 33,52%.
- Die Gesellschaft liegt damit auf Platz 1 von 57 deutschen Lebensversicherern.
- Die nachhaltige Gesamtverzinsung beträgt 7,24%.

## 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 <sup>1</sup>	DÄV	Min.	5% <sup>2</sup>	50% <sup>2</sup>	95% <sup>2</sup>	Max.
aktivische Bewertungsreserven	34	564	52	99	905	8.189	46.357
Buchwert Kapitalanlagen	36	3.061	624	780	5.403	42.392	198.411
Direktgutschrift	11	54,11	0,00	0,00	1,96	147,89	312,79
Fondsgebundene LV	17	1.126	0	1	500	7.014	15.398
freie RSt für Beitragsrückerstattu.	29	166	6	18	166	1.071	7.230
Genussrechte	7	0,00	0,00	0,00	0,00	5,05	150,00
Gewinnabführung	10	13,00	0,00	0,00	0,00	71,80	410,00
HGB-Bilanzsumme	35	4.388	720	901	7.115	46.401	209.525
HGB-Deckungsrückstellung	36	2.809	572	696	4.707	38.145	172.624
HGB-Eigenkapital ohne GR und NV	38	52	11	19	129	755	1.598
Jahresüberschuss nach Steuern und.	52	-0,00	-4,20	-0,06	1,20	24,88	44,00
Jahresüberschuss vor Steuern und G.	19	18,21	-4,97	-1,56	9,11	73,66	504,75
Kapitalanlage-Aufwendungen	40	8	0	1	21	158	1.290
Kapitalanlage-Erträge	37	149	29	37	293	1.867	9.711
mittlerer Tarifrechnungszins	18	3,28%	1,86%	2,51%	3,12%	3,65%	3,78%
nachrangige Verbindlichkeiten	20	10,00	0,00	0,00	0,00	329,52	888,17
Risiko- und Übriges Ergebnis	19	97,11	-44,04	3,11	35,22	409,71	755,08
Rohüberschuss	21	101	-1	2	55	448	2.785
Schlussüberschussanteil-Fonds	45	30	0	14	100	853	3.677
Steuern	24	5,21	-31,77	-11,47	3,17	31,83	94,75
Zahlungen Versicherungsfälle	32	431	56	91	503	3.602	13.507
Zinsaufwand	35	137	13	34	212	1.660	6.391
Zinszusatzreserve	35	172	5	41	272	2.057	7.941
Zuführung zur RfB	32	29	0	2	34	222	2.178
ZZR-Aufwand	35	50	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>	DÄV	Min.	5% <sup>2</sup>	50% <sup>2</sup>	95% <sup>2</sup>	Max.
Bestandsabbaurate	7	11,45%	5,25%	7,02%	9,36%	14,26%	27,30%
Garantie	38	2.160	557	720	4.609	41.173	175.449
Garantien und Optionen	56	0,00	0,00	0,03	3,05	67,35	139,45
HGB-DRSt ohne ZZR	36	2.637	551	652	4.434	36.485	164.683
HGB-DRSt ohne ZZR zzgl. FLV	35	3.763	551	777	5.990	38.483	169.516
HGB-Eigenkapital	38	62	11	24	139	953	1.598
Kapitalergebnis	37	141	29	34	257	1.729	8.420
latente Steuern	26	76	-2	4	56	481	2.717
Marktwert Kapitalanlagen	36	3.625	676	857	6.337	50.180	244.768
Marktwert-Bilanzsumme	35	4.951	821	965	7.442	52.569	255.882
nachhaltige Gesamtverzinsung	2	7,24%	2,96%	3,72%	4,51%	5,44%	8,04%
Nettoverzinsung	19	4,61%	3,12%	3,33%	4,28%	5,08%	5,33%
Passivduration	51	8,70	4,07	7,16	10,40	13,41	17,26
passivische Bewertungsreserven	9	650	-6.977	-896	32	1.574	2.389
Puffer	28	1.181	58	141	1.160	8.181	46.287
Sicherheitsmittel	28	1.471	89	176	1.373	10.345	56.037
Sicherheitsmittelquote	1	33,52%	6,91%	11,47%	22,08%	29,27%	33,52%
sonstige Aktiva	31	201	25	27	218	1.516	6.282
sonstige Passiva	38	195	34	54	449	2.588	19.564
verfügbare RfB	34	195	15	39	295	1.800	10.906
Zinsergebnis	36	4	-409	-42	15	175	2.030
zukünftige Aktionärgewinne	26	303	-16	15	224	1.924	10.868
zukünftige pass. vt. Überschüsse	22	845	-473	32	360	4.514	9.059
zukünftige pass. Zinsüberschüsse	20	-195	-11.884	-3.654	-462	-28	22
zukünftige Überschussbeteiligung	27	910	34	97	715	5.789	32.664
zukünftige Überschüsse	27	1.213	35	128	954	7.713	43.532
ökonomische Eigenkapitalquote	7	6,60%	2,22%	2,99%	4,88%	7,22%	9,37%
ökonomisches Eigenkapital	29	289	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