

Real Rate

Finanzstärkeanalyse Deutsche Ärzteversicherung 10/2018



Wesentliche Ergebnisse

- Der faire Unternehmenswert beträgt 334 Mio. Euro.
- Die ökonomische Eigenkapitalquote beträgt 7,22%.
- Die Gesellschaft liegt damit auf Platz 7 von 58 deutschen Lebensversicherern.
- Größte Stärke: passivische Bewertungsreserven
- Größte Schwäche: HGB-Eigenkapital

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 2017 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	3.214	HGB-Eigenkapital	62
Fondsgebundene LV	1.210	verfügbare RfB	207
Sonst. Aktiva	204	Deckungsrückstellung	2.963
		Fondsgebundene LV	1.210
		Sonst. Passiva	185
Aktiva	4.627	Passiva	4.627

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. 3,11%. Dieser wird mittels der Passivduration von ca. 10,6 auf den nachhaltigen Zins in Höhe von 1,90%, umbewertet. Unter Ansatz der bereits gestellten Zinszusatzreserve in Höhe von 228,80 Mio. Euro führt dies zu passivischen Zins-Bewertungsreserven von -121,77 Mio. Euro. Hinzu kommen passivische Bewertungsreserven aus Biometrie und Kosten in Höhe von 1.101 Mio. Euro. Die passivischen Bewertungsreserven betragen damit insgesamt 979,33 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 471,26 Mio. Euro.

Die Summe aus aktivischen und passivischen Bewertungsreserven beträgt insgesamt 1.451 Mio. Euro. Davon entfallen unter Anwendung der Mindestzuführungsverordnung 271,98 Mio. auf die Aktionärssphäre in Form von zukünftigen Aktionärgewinnen nach Steuern. Dies führt vom HGB-Eigenkapital zum ökonomischen Eigenkapital in der Marktwertbilanz. Die restlichen 1.179 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	3.685	ök. Eigenkapital	334
Fondsgebundene LV	1.210	Puffer	1.386
Sonst. Aktiva	204	Garantie	1.984
		Fondsgebundene LV	1.210
		Sonst. Passiva	185
Aktiva	5.099	Passiva	5.099

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 7,22%. Sie liegt 2,12%-Punkte über dem Median von 5,10% und damit auf Rang 7 von 58 Lebensversicherern.

Komponente ök. EK	in Mio. Euro	in % der HGB-Bilanzsumme
HGB-Eigenkapital	61,89	1,34
zukünftige Aktionärgewinne	362,65	7,84
Steuern	-90,66	-1,96
ökonomisches Eigenkapital	333,87	7,22

Der faire Unternehmenswert der Deutsche Ärzteversicherung beträgt gemäß der RealRate-Analyse 333,87 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 562,12 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 29,94%.

Puffer-Komponente	in Mio. Euro	in % der HGB-Bilanzsumme
verfügbare RfB	207	4,47
Überschussbeteiligung	1.088	23,51
Steuern	91	1,96
Puffer	1.386	29,94

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 37,16%.

Komponente Sicherheitsmittel	in Mio. Euro	in % der HGB-Bilanzsumme
HGB-Eigenkapital	62	1,34
verfügbare RfB	207	4,47
zukünftige Überschüsse	1.451	31,35
Sicherheitsmittel	1.720	37,16

Die nachhaltige Gesamtverzinsung, die im Mittel aus der künftigen Überschussbeteiligung finanzierbar ist, beträgt 6,85%. Davon beträgt der mittlere garantierte Rechnungszins 3,11%.

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 1. Der Wert beträgt 21,16% der HGB-Bilanzsumme. Im Vergleich zum Median des Marktes in Höhe von 4,62% der HGB-Bilanzsumme erhöht dies die ökonomische Eigenkapitalquote um 3,10 Prozentpunkte. Die weiteren Stärken sind die Größen "Risiko- und Übriges Ergebnis" und "zukünftige pass. vt. Überschüsse". Die größten Schwächen sind die Größen "HGB-Eigenkapital", "latente Steuern" und "HGB-Eigenkapital ohne GR und NV".

Größe ⁰	Rang ¹	DÄV	Markt ²	Effekt ³ ökonomische Eigenkapitalquote
Quote passivische Bewertungsreserv.	1	21,16%	4,62%	3,10%
Quote Risiko- und Übriges Ergebnis	1	2,24%	0,69%	3,09%
Quote zukünftige pass. vt. Übersch.	2	23,80%	8,02%	2,96%
Quote zukünftige Aktionärgewinne	1	7,84%	3,94%	2,93%
Quote zukünftige Überschüsse	1	31,35%	15,92%	2,89%
Quote Fondsgebundene LV	8	26,15%	4,58%	0,67%
Quote nachrangige Verbindlicheite.	21	0,22%	0,00%	0,22%
Quote zukünftige pass. Zinsübersch.	24	-2,63%	-3,10%	0,09%
Quote Buchwert Kapitalanlagen	52	69,45%	92,31%	0,00%
Quote Marktwert Kapitalanlagen	50	79,64%	102,44%	0,00%
...
mittlerer Tarifrechnungszins	21	3,11%	3,03%	-0,10%
Quote HGB-DRSt ohne ZZR	51	59,09%	74,79%	-0,11%
Quote HGB-Deckungsrückstellung	50	64,04%	82,01%	-0,12%
Quote Zinszusatzreserve	42	4,94%	5,73%	-0,14%
Bestandsabbaurate	15	8,89%	8,15%	-0,22%
Passivduration	44	10,63	11,45	-0,24%
Quote Zahlungen Versicherungsfälle	12	7,58%	6,60%	-0,34%
Quote HGB-Eigenkapital ohne GR und.	47	1,12%	1,74%	-0,62%
Quote latente Steuern	1	1,96%	0,98%	-0,98%
Quote HGB-Eigenkapital	48	1,34%	2,32%	-0,98%

⁰ Quote bezogen auf HGB-Bilanzsumme

¹ von 58 Versicherern bei fallender Sortierung

² Median

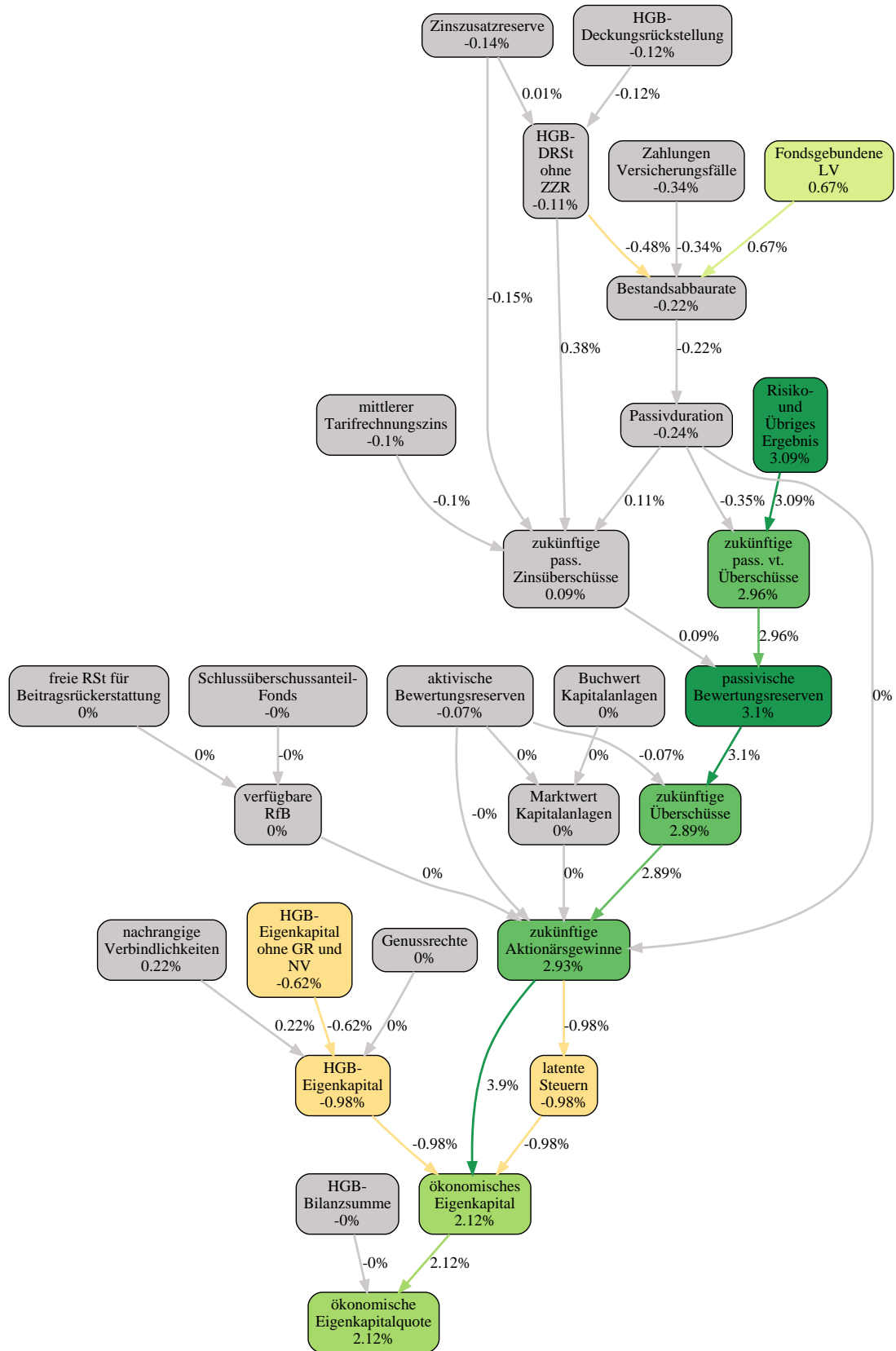
³ Änderung in Prozentpunkten

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.

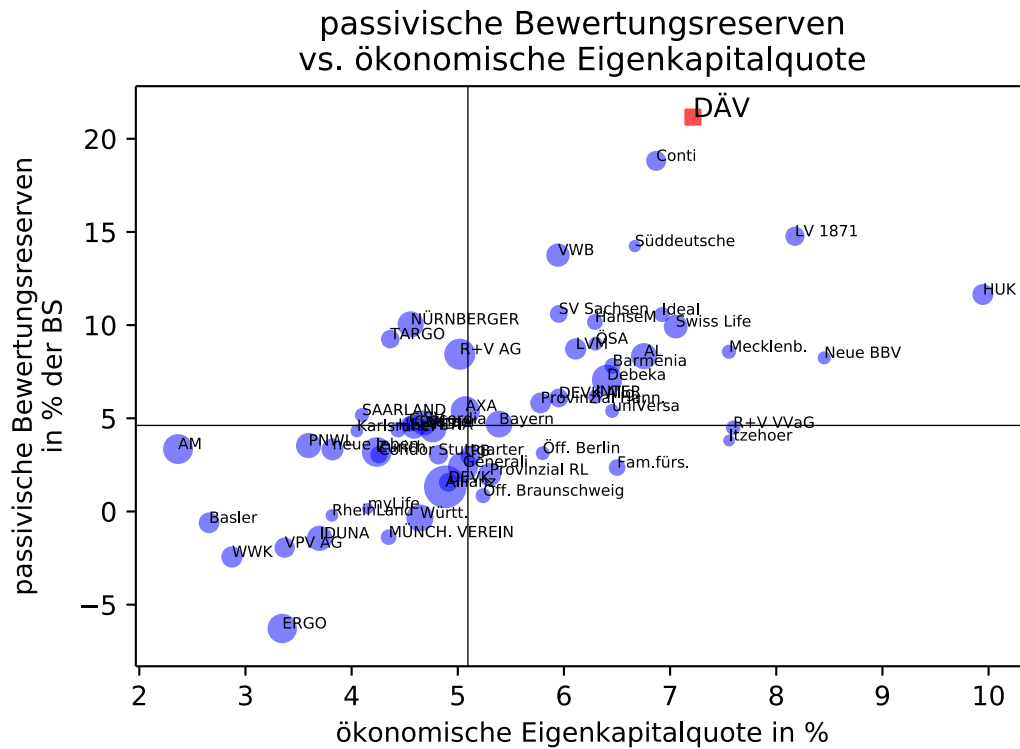
Die Größen "passivische Bewertungsreserven", "Risiko- und Übriges Ergebnis" und "zukünftige pass. vt. Überschüsse" wirken stark positiv und sind grün dargestellt. Zudem wird deutlich, welche anderen Größen sie beeinflussen. Hingegen wirken die Größen "HGB-Eigenkapital", "latente Steuern" und "HGB-Eigenkapital ohne GR und NV" sehr negativ auf die ökonomische Eigenkapitalquote und sind rot eingefärbt. Insgesamt liegt die ökonomische Eigenkapitalquote 2,12%-Punkte über dem Median des Marktes.

Ursachenanalyse

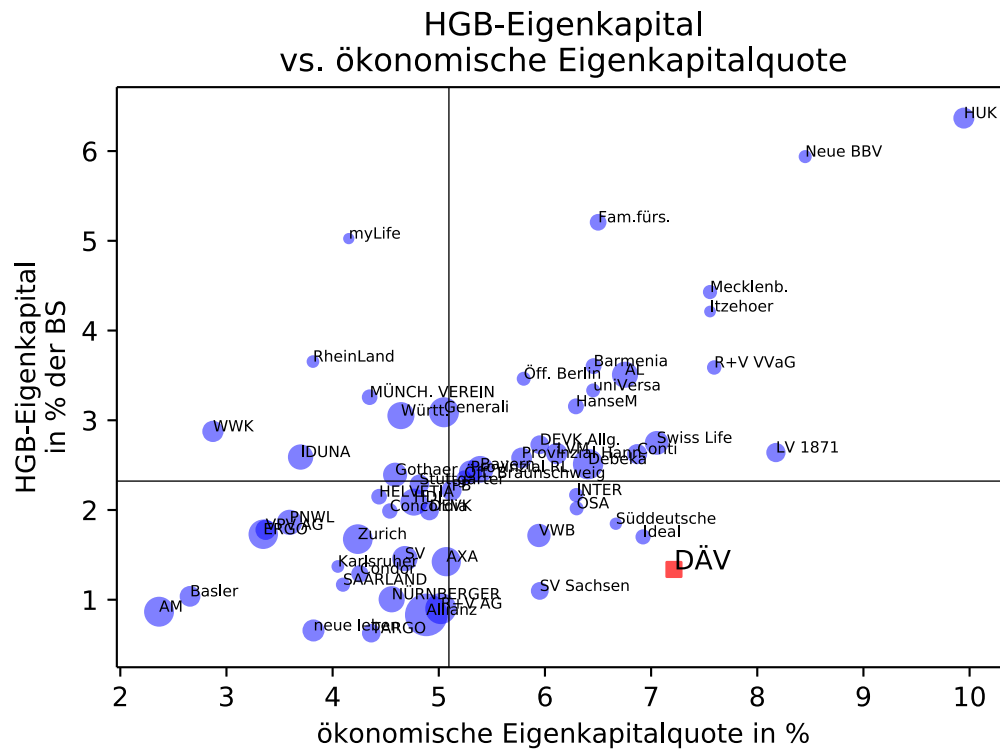


9 Marktvergleich

Die größte Stärke der Deutsche Ärzteversicherung ist die Quote der Größe "passivische Bewertungsreserven". Von den 58 Unternehmen liegt die Gesellschaft damit auf Rang 1. Der Wert beträgt 21,16% der HGB-Bilanzsumme. Im Vergleich zum Median des Marktes in Höhe von 4,62% der HGB-Bilanzsumme erhöht dies die ökonomische Eigenkapitalquote um 3,10 Prozentpunkte.



Die größte Schwäche der Deutsche Ärzteversicherung ist die Quote der Größe "HGB-Eigenkapital". Von den 58 Unternehmen liegt die Gesellschaft damit auf Rang 48. Der Wert beträgt 1,34% der HGB-Bilanzsumme. Im Vergleich zum Median des Marktes in Höhe von 2,32% der HGB-Bilanzsumme reduziert dies die ökonomische Eigenkapitalquote um 0,98 Prozentpunkte.



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

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 334 Mio. Euro.
- Die ökonomische Eigenkapitalquote beträgt 7,22%.
- Die Gesellschaft liegt damit auf Platz 7 von 58 deutschen Lebensversicherern.
- Größte Stärke: passivische Bewertungsreserven
- Größte Schwäche: HGB-Eigenkapital

Risikotragfähigkeit

- Die Sicherheitsmittelquote beträgt 37,16%.
- Die Gesellschaft liegt damit auf Platz 1 von 58 deutschen Lebensversicherern.
- Die nachhaltige Gesamtverzinsung beträgt 6,85%.

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	35	471	2	79	728	6.702	43.177
Buchwert Kapitalanlagen	36	3.214	159	705	5.542	42.612	201.429
Direktgutschrift	9	58,92	0,00	0,00	1,38	141,97	292,78
Fondsgebundene LV	18	1.210	0	1	555	7.510	17.047
freie RSt für Beitragsrückerstattu.	28	175	2	7	158	984	7.494
Genussrechte	7	0,00	0,00	0,00	0,00	4,56	150,00
Gewinnabführung	11	14,00	0,00	0,00	0,00	126,32	381,00
HGB-Bilanzsumme	35	4.627	453	812	7.052	46.981	212.307
HGB-Deckungsrückstellung	36	2.963	141	614	4.790	38.361	186.414
HGB-Eigenkapital ohne GR und NV	40	52	11	20	126	753	1.764
Jahresüberschuss nach Steuern und.	43	0,00	-0,00	-0,00	1,92	35,46	166,00
Jahresüberschuss vor Steuern und G.	18	21,19	-15,07	-1,31	8,57	182,70	595,87
Kapitalanlage-Aufwendungen	37	9	0	1	21	145	1.710
Kapitalanlage-Erträge	36	164	9	29	296	2.033	10.943
mittlerer Tarifrechnungszins	21	3,11%	1,69%	2,30%	3,03%	3,44%	3,60%
nachrangige Verbindlichkeiten	21	10,00	0,00	0,00	0,00	322,14	888,17
Risiko- und Übriges Ergebnis	20	103,59	-6,39	3,73	38,50	379,14	517,07
Rohüberschuss	18	118	-2	3	60	506	2.649
Schlussüberschussanteil-Fonds	41	32	1	9	101	795	3.358
Steuern	15	7,19	-63,26	-18,20	1,14	47,12	60,42
Zahlungen Versicherungsfälle	33	351	19	56	447	3.404	11.830
Zinsaufwand	34	142	4	31	226	1.797	7.101
Zinszusatzreserve	35	229	5	45	358	2.749	10.615
Zuführung zur RfB	30	38	0	1	41	224	1.952
ZZR-Aufwand	34	57	1	12	104	719	2.675

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	15	8,89%	4,77%	5,54%	8,15%	10,59%	12,64%
Garantie	40	1.984	141	519	4.529	39.701	183.605
Garantien und Optionen	58	0,00	0,00	0,03	4,59	72,06	102,83
HGB-DRSt ohne ZZR	36	2.734	136	584	4.450	35.668	175.798
HGB-DRSt ohne ZZR zzgl. FLV	35	3.944	398	653	5.663	40.144	181.104
HGB-Eigenkapital	39	62	12	22	152	955	1.764
Kapitalergebnis	36	156	7	27	270	1.974	9.233
latente Steuern	26	91	-1	5	68	526	2.867
Marktwert Kapitalanlagen	36	3.685	161	785	6.302	47.723	244.606
Marktwert-Bilanzsumme	35	5.099	455	864	7.593	51.483	255.484
nachhaltige Gesamtverzinsung	1	6,85%	2,56%	3,65%	4,27%	5,29%	6,85%
Nettoverzinsung	16	4,84%	3,15%	3,56%	4,33%	5,41%	5,84%
Passivduration	44	10,63	7,83	9,13	11,45	15,89	17,98
passivische Bewertungsreserven	17	979	-2.698	-171	224	2.599	4.569
Puffer	27	1.386	11	118	1.167	8.572	48.238
Sicherheitsmittel	28	1.720	29	168	1.442	10.837	58.603
Sicherheitsmittelquote	1	37,16%	6,47%	11,77%	22,59%	31,97%	37,16%
sonstige Aktiva	30	204	15	24	204	1.661	5.572
sonstige Passiva	37	185	23	42	452	2.540	7.970
verfügbare RfB	34	207	4	14	284	1.665	10.853
Zinsergebnis	31	14	-413	-83	15	276	2.132
zukünftige Aktionärsgewinne	26	363	-5	22	274	2.102	11.468
zukünftige pass. vt. Überschüsse	21	1.101	-55	40	448	4.104	7.155
zukünftige pass. Zinsüberschüsse	22	-122	-4.346	-1.719	-188	0	294
zukünftige Überschussbeteiligung	27	1.088	7	91	823	6.328	34.519
zukünftige Überschüsse	27	1.451	3	121	1.097	8.430	45.986
ökonomische Eigenkapitalquote	7	7,22%	2,37%	3,28%	5,10%	7,68%	9,95%
ökonomisches Eigenkapital	29	334	19	42	324	2.408	10.365

Angaben in Mio. Euro bzw. in Prozent

¹ bei fallender Sortierung

² Quantil von 58 Versicherern