

# Real Rate

## Finanzstärkeanalyse

### Deutsche Ärzteversicherung

10/2019



#### Wesentliche Ergebnisse

- Der faire Unternehmenswert beträgt 303 Mio. Euro.
- Die ökonomische Eigenkapitalquote beträgt 6,45%.
- Die Gesellschaft liegt damit auf Platz 9 von 57 deutschen Lebensversicherern.
- Größte Stärke: Risiko- und Übriges Ergebnis
- 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 2018 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 56,89 Mio. Euro.

Aktiva	in Mio. Euro	Passiva	in Mio. Euro
Kapitalanlagen	3.368	HGB-Eigenkapital	57
Fondsgebundene LV	1.149	verfügbare RfB	190
Sonst. Aktiva	182	Deckungsrückstellung	3.100
		Fondsgebundene LV	1.149
		Sonst. Passiva	202
Aktiva	4.698	Passiva	4.698

## 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. 3,00%. Dieser wird mittels der Passivduration von ca. 10,8 auf den nachhaltigen Zins in Höhe von 1,83%, umbewertet. Unter Ansatz der bereits gestellten Zinszusatzreserve in Höhe von 256,90 Mio. Euro führt dies zu passivischen Zins-Bewertungsreserven von -102,28 Mio. Euro. Hinzu kommen passivische Bewertungsreserven aus Biometrie und Kosten in Höhe von 1.050 Mio. Euro. Die passivischen Bewertungsreserven betragen damit insgesamt 948,14 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 364,58 Mio. Euro.

Die Summe aus aktivischen und passivischen Bewertungsreserven beträgt insgesamt 1.313 Mio. Euro. Davon entfallen unter Anwendung der Mindestzuführungsverordnung 246,12 Mio. auf die Aktionärssphäre in Form von zukünftigen Aktionärgewinnen nach Steuern. Dies führt vom HGB-Eigenkapital zum ökonomischen Eigenkapital in der Marktwertbilanz. Die restlichen 1.067 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 0,01 Mio. Euro.

Aktiva	in Mio. Euro	Passiva	in Mio. Euro
Kapitalanlagen	3.732	ök. Eigenkapital	303
Fondsgebundene LV	1.149	Puffer	1.257
Sonst. Aktiva	182	Garantie	2.152
		Fondsgebundene LV	1.149
		Sonst. Passiva	202
<b>Aktiva</b>	<b>5.063</b>	<b>Passiva</b>	<b>5.063</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 6,45%. Sie liegt 1,60%-Punkte über dem Median von 4,85% und damit auf Rang 9 von 57 Lebensversicherern.

Komponente ök. EK	in Mio. Euro	in % der HGB-Bilanzsumme
HGB-Eigenkapital	56,89	1,21
zukünftige Aktionärgewinne	328,17	6,98
Steuern	-82,04	-1,75
<b>ökonomisches Eigenkapital</b>	<b>303,01</b>	<b>6,45</b>

Der faire Unternehmenswert der Deutsche Ärzteversicherung beträgt gemäß der RealRate-Analyse 303,01 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 568,11 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 26,75%.

Puffer-Komponente	in Mio. Euro	in % der HGB-Bilanzsumme
verfügbare RfB	190	4,05
Überschussbeteiligung	985	20,95
Steuern	82	1,75
Puffer	1.257	26,75

## 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 33,20%.

Komponente Sicherheitsmittel	in Mio. Euro	in % der HGB-Bilanzsumme
HGB-Eigenkapital	57	1,21
verfügbare RfB	190	4,05
zukünftige Überschüsse	1.313	27,94
Sicherheitsmittel	1.560	33,20

Die nachhaltige Gesamtverzinsung, die im Mittel aus der künftigen Überschussbeteiligung finanzierbar ist, beträgt 6,20%. Davon beträgt der mittlere garantierte Rechnungszins 3,00%.

## 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 2,07% der HGB-Bilanzsumme. Im Vergleich zum Median des Marktes in Höhe von 0,68% der HGB-Bilanzsumme erhöht dies die ökonomische Eigenkapitalquote um 2,82 Prozentpunkte. Die weiteren Stärken sind die Größen "passivische Bewertungsreserven" und "zukünftige pass. vt. Überschüsse". Die größten Schwächen sind die Größen "HGB-Eigenkapital", "latente Steuern" 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 Risiko- und Übriges Ergebnis	1	2,07%	0,68%	2,82%
Quote passivische Bewertungsreserv.	1	20,18%	5,47%	2,76%
Quote zukünftige pass. vt. Übersch.	1	22,36%	8,14%	2,67%
Quote zukünftige Aktionärgewinne	1	6,98%	3,46%	2,64%
Quote zukünftige Überschüsse	1	27,94%	14,44%	2,53%
Quote Fondsgebundene LV	9	24,46%	4,61%	0,56%
Quote nachrangige Verbindlichkeite.	23	0,11%	0,00%	0,11%
Quote zukünftige pass. Zinsübersch.	23	-2,18%	-2,62%	0,08%
Quote Marktwert Kapitalanlagen	49	79,43%	100,99%	0,00%
Quote Buchwert Kapitalanlagen	50	71,67%	92,70%	0,00%
...	...	...	...	...
Quote HGB-Deckungsrückstellung	49	65,97%	83,04%	-0,08%
mittlerer Tarifrechnungszins	24	3,00%	2,94%	-0,08%
Quote aktivische Bewertungsreserve.	32	7,76%	8,43%	-0,13%
Quote Zinszusatzreserve	39	5,47%	6,44%	-0,18%
Bestandsabbaurate	18	8,80%	8,10%	-0,19%
Passivduration	40	10,81	11,62	-0,21%
Quote Zahlungen Versicherungsfälle	14	7,47%	6,73%	-0,24%
Quote HGB-Eigenkapital ohne GR und.	48	1,10%	1,78%	-0,67%
Quote latente Steuern	1	1,75%	0,87%	-0,88%
Quote HGB-Eigenkapital	48	1,21%	2,46%	-1,25%

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

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

<sup>2</sup> Median

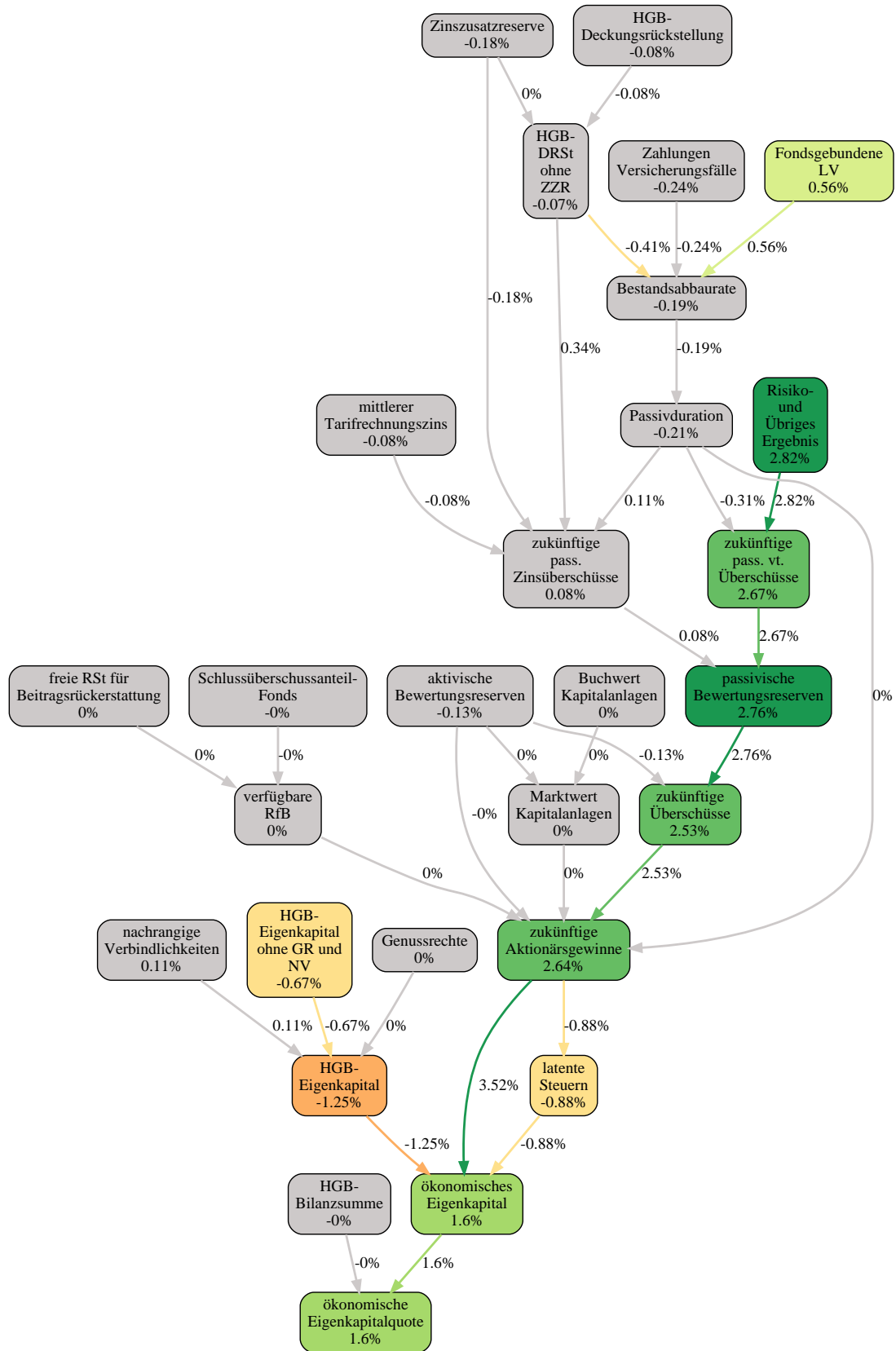
<sup>3</sup> Änderung in Prozentpunkten

## 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 "Risiko- und Übriges Ergebnis", "passivische Bewertungsreserven" 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 1,60%-Punkte über dem Median des Marktes.

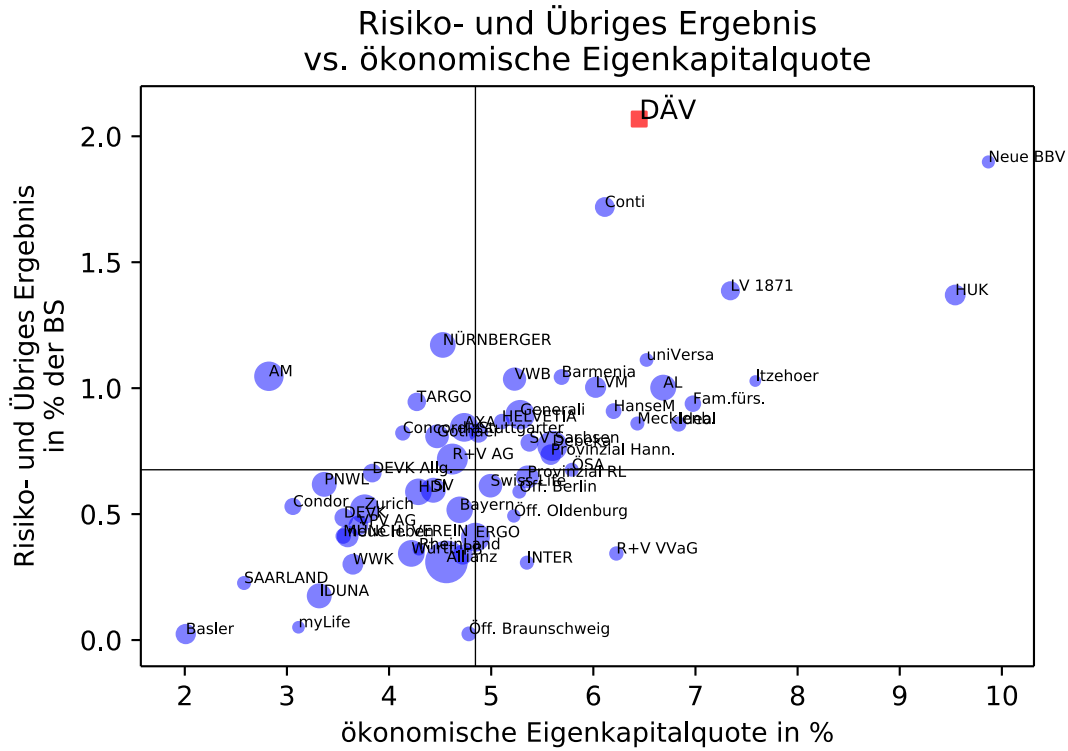
# Ursachenanalyse





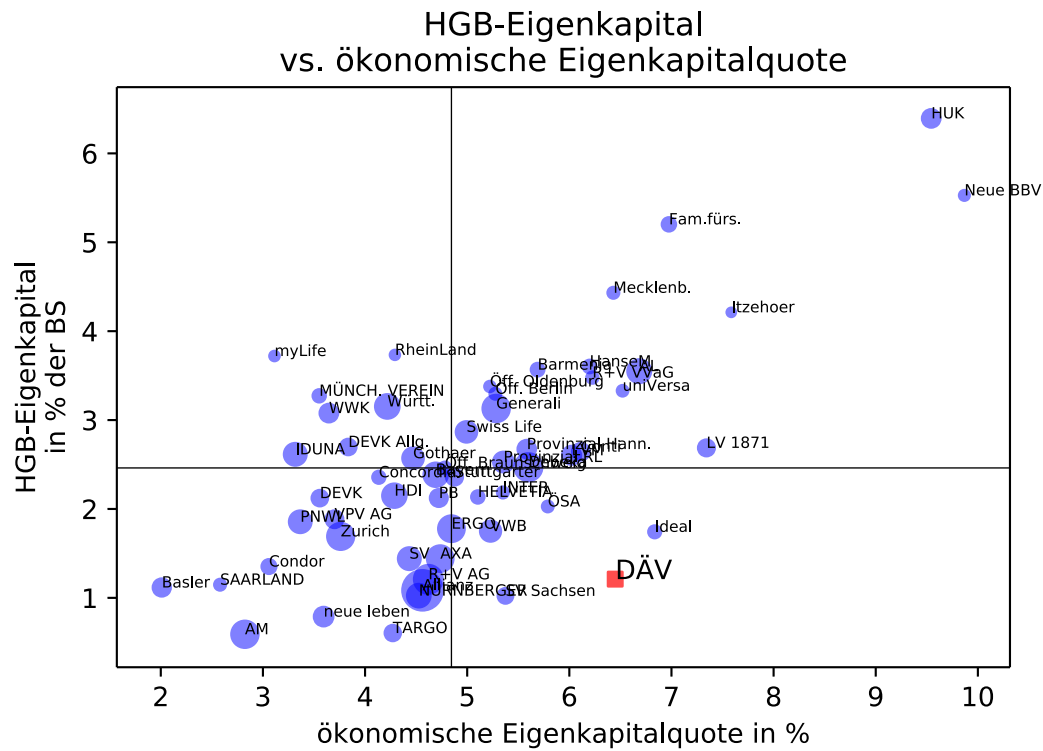
## 9 Marktvergleich

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 2,07% der HGB-Bilanzsumme. Im Vergleich zum Median des Marktes in Höhe von 0,68% der HGB-Bilanzsumme erhöht dies die ökonomische Eigenkapitalquote um 2,82 Prozentpunkte.



Die Korrelation zwischen den dargestellten Größen beträgt im Markt 0,69.

Die größte Schwäche der Deutsche Ärzteversicherung ist die Quote der Größe "HGB-Eigenkapital". Von den 57 Unternehmen liegt die Gesellschaft damit auf Rang 48. Der Wert beträgt 1,21% der HGB-Bilanzsumme. Im Vergleich zum Median des Marktes in Höhe von 2,46% der HGB-Bilanzsumme reduziert dies die ökonomische Eigenkapitalquote um 1,25 Prozentpunkte.



Die Korrelation zwischen den dargestellten Größen beträgt im Markt 0,65.

## 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 303 Mio. Euro.
- Die ökonomische Eigenkapitalquote beträgt 6,45%.
- Die Gesellschaft liegt damit auf Platz 9 von 57 deutschen Lebensversicherern.
- Größte Stärke: Risiko- und Übriges Ergebnis
- Größte Schwäche: HGB-Eigenkapital

### Risikotragfähigkeit

- Die Sicherheitsmittelquote beträgt 33,20%.
- Die Gesellschaft liegt damit auf Platz 2 von 57 deutschen Lebensversicherern.
- Die nachhaltige Gesamtverzinsung beträgt 6,20%.

## 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	36	365	-9	69	573	5.360	34.732
Buchwert Kapitalanlagen	36	3.368	179	786	5.662	43.049	217.161
Direktgutschrift	8	61,06	0,00	0,00	0,60	122,33	307,99
Fondsgebundene LV	18	1.149	0	2	590	6.699	15.628
freie RSt für Beitragsrückerstattu.	29	156	2	11	156	932	7.856
Genussrechte	5	0,00	0,00	0,00	0,00	4,07	150,00
Gewinnabführung	9	14,80	0,00	0,00	0,00	58,50	161,60
HGB-Bilanzsumme	35	4.698	595	1.019	7.678	46.958	226.472
HGB-Deckungsrückstellung	36	3.100	211	717	5.040	38.783	200.281
HGB-Eigenkapital ohne GR und NV	41	52	15	23	137	759	2.456
Jahresüberschuss nach Steuern und.	50	-0,00	-130,00	-0,00	1,30	28,40	692,00
Jahresüberschuss vor Steuern und G.	22	23,21	0,02	0,88	16,95	121,18	849,60
Kapitalanlage-Aufwendungen	37	18,44	0,34	1,47	37,00	284,01	536,32
Kapitalanlage-Erträge	35	147	10	34	266	1.656	9.436
mittlerer Tarifrechnungszins	24	3,00%	1,61%	2,14%	2,94%	3,51%	3,70%
nachrangige Verbindlichkeiten	25	5,00	0,00	0,00	0,00	329,52	888,17
Risiko- und Übriges Ergebnis	22	97,18	0,45	2,80	38,60	409,58	702,42
Rohüberschuss	22	113	2	6	76	629	3.251
Schlussüberschussanteil-Fonds	40	35	2	12	94	746	3.157
Steuern	26	8,41	-4,05	-0,25	6,35	77,56	284,31
Zahlungen Versicherungsfälle	34	351	26	69	496	3.348	12.650
Zinsaufwand	35	113	6	22	177	1.316	6.352
Zinszusatzreserve	34	257	7	55	392	3.034	12.482
Zuführung zur RfB	37	28	1	2	43	394	2.287
ZZR-Aufwand	31	28	-13	3	30	269	1.867

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	18	8,80%	4,73%	5,77%	8,10%	11,68%	13,23%
Garantie	38	2.152	204	670	4.677	37.339	192.586
Garantien und Optionen	57	0,01	0,01	0,06	9,85	101,23	147,06
HGB-DRSt ohne ZZR	36	2.843	205	663	4.631	35.814	187.799
HGB-DRSt ohne ZZR zzgl. FLV	36	3.992	481	898	5.784	40.221	192.702
HGB-Eigenkapital	41	57	17	31	157	1.001	2.456
Kapitalergebnis	35	129	8	24	204	1.563	8.900
latente Steuern	26	82	-1	6	68	467	2.625
Marktwert Kapitalanlagen	36	3.732	170	825	6.272	47.606	251.893
Marktwert-Bilanzsumme	36	5.063	671	1.051	7.768	50.207	261.204
nachhaltige Gesamtverzinsung	1	6,20%	2,19%	3,48%	4,14%	5,11%	6,20%
Nettoverzinsung	12	3,83%	2,44%	2,59%	3,39%	4,17%	4,48%
Passivduration	40	10,81	7,56	8,43	11,62	15,54	18,33
passivische Bewertungsreserven	18	948	-208	-44	315	3.535	7.695
Puffer	29	1.257	23	140	1.257	7.810	45.565
Sicherheitsmittel	28	1.560	51	199	1.507	9.936	55.897
Sicherheitsmittelquote	2	33,20%	5,72%	11,96%	21,12%	30,59%	35,15%
sonstige Aktiva	32	182	15	26	203	1.595	4.408
sonstige Passiva	37	202	24	41	480	2.559	7.818
verfügbare RfB	34	190	6	21	307	1.620	11.013
Zinsergebnis	33	15	-196	-28	20	286	2.549
zukünftige Aktionärsgewinne	26	328	-6	23	272	1.868	10.501
zukünftige pass. vt. Überschüsse	22	1.050	4	27	501	5.139	9.777
zukünftige pass. Zinsüberschüsse	19	-102	-2.082	-1.397	-230	12	197
zukünftige Überschussbeteiligung	27	985	5	97	823	5.673	31.926
zukünftige Überschüsse	27	1.313	-1	123	1.095	7.541	42.427
ökonomische Eigenkapitalquote	9	6,45%	2,01%	3,01%	4,85%	7,39%	9,87%
ökonomisches Eigenkapital	30	303	28	44	324	2.471	10.332

Angaben in Mio. Euro bzw. in Prozent

<sup>1</sup> bei fallender Sortierung

<sup>2</sup> Quantil von 57 Versicherern