

Real Rate

Finanzstärkeanalyse

Delta Direkt Leben

10/2017

Real Rate	Delta Direkt Leben
	Sehr Gut
	2. Platz von 10 Risikoversicherern
	10/2017

Wesentliche Ergebnisse

- Der faire Unternehmenswert beträgt 65 Mio. Euro.
- Die ökonomische Eigenkapitalquote beträgt 35,88%.
- Die Gesellschaft liegt damit auf Platz 2 von 10 deutschen Risikoversicherern.
- Größte Stärke: zukünftige Aktionärsgewinne
- 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 Delta Direkt Leben untersucht. Hierzu wird die handelsrechtliche Bilanz der Delta Direkt Leben 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 Risikoversicherer 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 Risikoversicherer. 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 Anhangangaben des veröffentlichten Geschäftsberichts, sowie der Solvency and Financial Condition Report, SFCR. Dies stellt die Vergleichbarkeit zu allen anderen, ebenfalls untersuchten, deutschen Risikoversicherern 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 12,61 Mio. Euro.

Aktiva	in Mio. Euro	Passiva	in Mio. Euro
Kapitalanlagen	172,29	HGB-Eigenkapital	12,61
Fondsgebundene LV	0,00	verfügbare RfB	39,44
Sonst. Aktiva	8,78	Deckungsrückstellung	99,93
		Fondsgebundene LV	0,00
		Sonst. Passiva	29,09
Aktiva	181,07	Passiva	181,07

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. 2,99%. Dieser wird mittels der Passivduration von ca. 6,6 auf den nachhaltigen Zins in Höhe von 1,68%, umbewertet. Unter Ansatz der bereits gestellten Zinszusatzreserve in Höhe von 1,40 Mio. Euro führt dies zu passivischen Zins-Bewertungsreserven von -7,13 Mio. Euro. Hinzu kommen passivische Bewertungsreserven aus Biometrie und Kosten in Höhe von 257,81 Mio. Euro. Die passivischen Bewertungsreserven betragen damit insgesamt 250,69 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 28,61 Mio. Euro.

Die Summe aus aktivischen und passivischen Bewertungsreserven beträgt insgesamt 279,30 Mio. Euro. Davon entfallen unter Anwendung der Mindestzuführungsverordnung 52,37 Mio. auf die Aktionärssphäre in Form von zukünftigen Aktionärgewinnen nach Steuern. Dies führt vom HGB-Eigenkapital zum ökonomischen Eigenkapital in der Marktwertbilanz. Die restlichen 226,93 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	200,90	ök. Eigenkapital	64,98
Fondsgebundene LV	0,00	Puffer	266,37
Sonst. Aktiva	8,78	Garantie	-150,76
		Fondsgebundene LV	0,00
		Sonst. Passiva	29,09
Aktiva	209,68	Passiva	209,68

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 35,88%. Sie liegt 20,75%-Punkte über dem Median von 15,13% und damit auf Rang 2 von 10 Risikoversicherern.

Komponente ök. EK	in Mio. Euro	in % der HGB-Bilanzsumme
HGB-Eigenkapital	12,61	6,96
zukünftige Aktionärgewinne	69,82	38,56
Steuern	-17,46	-9,64
ökonomisches Eigenkapital	64,98	35,88

Der faire Unternehmenswert der Delta Direkt Leben beträgt gemäß der RealRate-Analyse 64,98 Mio. Euro. Diesen Wert vergleichen wir mit der Angabe aus dem veröffentlichten Solvency and Financial Condition Report der Delta Direkt Leben: Die Basiseigenmittel - ohne Ansatz der Übergangsmaßnahme und der Volatilitätsanpassung - betragen dort 106,47 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 Delta Direkt Leben beträgt 147,11%.

Puffer-Komponente	in Mio. Euro	in % der HGB-Bilanzsumme
verfügbare RfB	39,44	21,78
Überschussbeteiligung	209,47	115,68
Steuern	17,46	9,64
Puffer	266,37	147,11

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 Delta Direkt Leben beträgt 182,99%.

Komponente Sicherheitsmittel	in Mio. Euro	in % der HGB-Bilanzsumme
HGB-Eigenkapital	12,61	6,96
verfügbare RfB	39,44	21,78
zukünftige Überschüsse	279,30	154,25
Sicherheitsmittel	331,34	182,99

Die nachhaltige Gesamtverzinsung, die im Mittel aus der künftigen Überschussbeteiligung finanzierbar ist, beträgt 35,28%. Davon beträgt der mittlere garantierte Rechnungszins 2,99%.

7 Die Stärken und Schwächen

Die relativen Stärken und Schwächen der Delta Direkt Leben 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 Delta Direkt Leben zum anderen stark vom Markt abweicht.

Die größte Stärke der Delta Direkt Leben ist die Quote der Größe "zukünftige Aktionärgewinne". Von den 10 Unternehmen liegt die Gesellschaft damit auf Rang 2. Der Wert beträgt 38,56% der HGB-Bilanzsumme. Im Vergleich zum Median des Marktes in Höhe von 10,18% der HGB-Bilanzsumme erhöht dies die ökonomische Eigenkapitalquote um 21,28 Prozentpunkte. Die weiteren Stärken sind die Größen "zukünftige Überschüsse" und "zukünftige pass. vt. Überschüsse". Die größten Schwächen sind die Größen "latente Steuern", "HGB-Deckungsrückstellung" und "HGB-DRSt ohne ZZR".

Größe ⁰	Rang ¹	Delta	Markt ²	Effekt ³ ökonomische Eigenkapitalquote
Quote zukünftige Aktionärgewinne	2	38,56%	10,18%	21,28%
Quote zukünftige Überschüsse	2	154,25%	40,73%	21,28%
Quote zukünftige pass. vt. Übersch.	2	142,38%	38,45%	19,49%
Quote passivische Bewertungsreserv.	2	138,45%	36,31%	19,15%
Quote Risiko- und Übriges Ergebnis	2	21,63%	6,69%	18,44%
Quote Zahlungen Versicherungsfälle	7	8,53%	9,47%	2,50%
Quote HGB-Eigenkapital ohne GR und.	3	6,96%	5,43%	1,54%
Quote HGB-Eigenkapital	3	6,96%	5,43%	1,54%
Quote aktivische Bewertungsreserve.	2	15,80%	10,17%	1,06%
Quote Zinszusatzreserve	9	0,77%	2,73%	0,42%
...
Quote sonstige Passiva	4	16,07%	12,61%	0,00%
Quote Buchwert Kapitalanlagen	5	95,15%	94,85%	-0,00%
Quote Marktwert Kapitalanlagen	2	110,95%	102,27%	-0,00%
Quote Schlussüberschussanteil-Fond.	8	0,17%	0,63%	-0,00%
Quote Fondsgebundene LV	9	0,00%	0,97%	-0,41%
Bestandsabbaurate	4	15,68%	13,89%	-2,60%
Passivduration	7	6,58	7,39	-3,16%
Quote HGB-DRSt ohne ZZR	9	54,41%	66,05%	-4,68%
Quote HGB-Deckungsrückstellung	9	55,19%	69,93%	-5,93%
Quote latente Steuern	2	9,64%	2,55%	-7,09%

⁰ Quote bezogen auf HGB-Bilanzsumme

¹ von 10 Versicherern bei fallender Sortierung

² Median

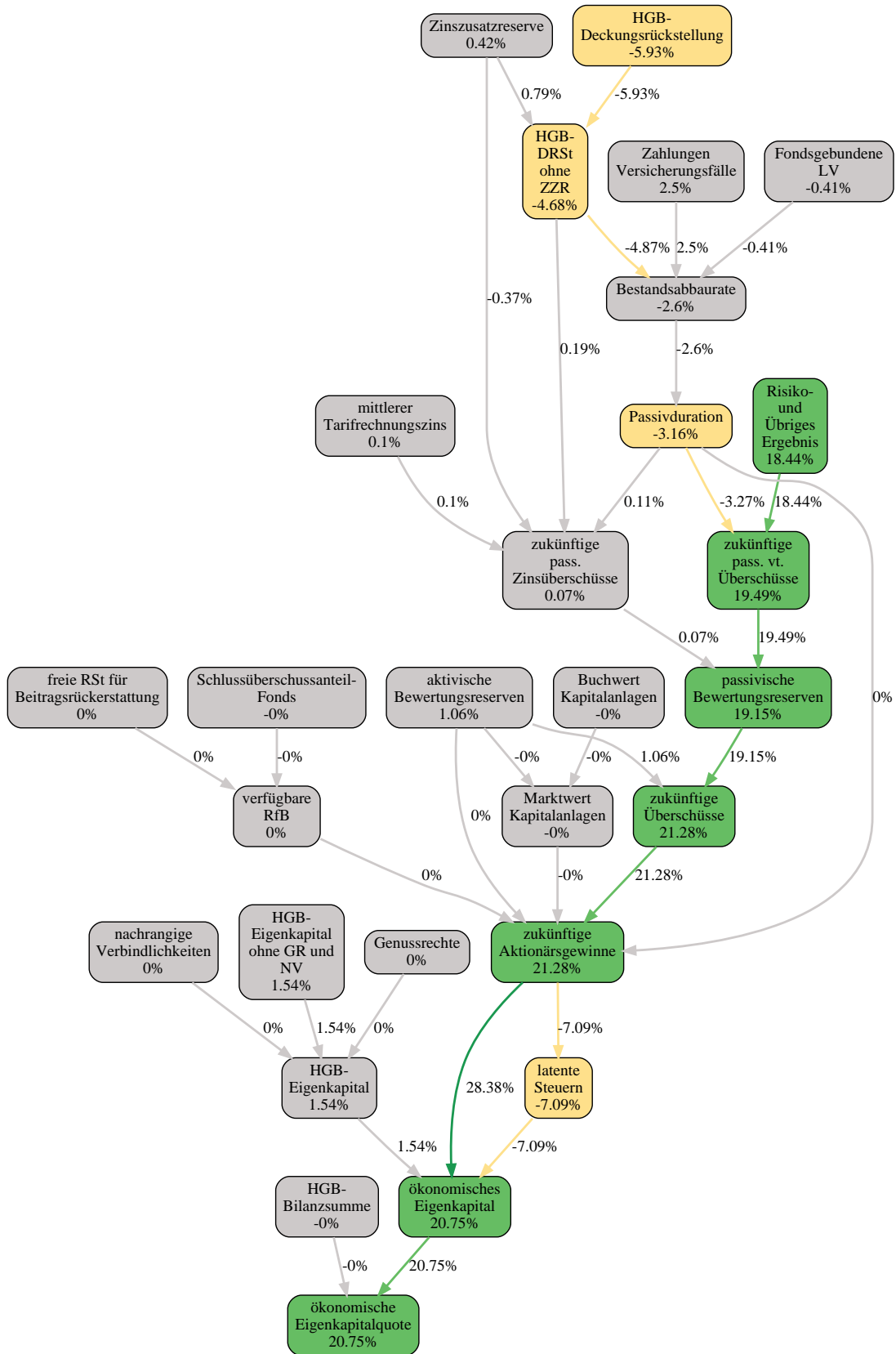
³ Änderung in Prozentpunkten

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.

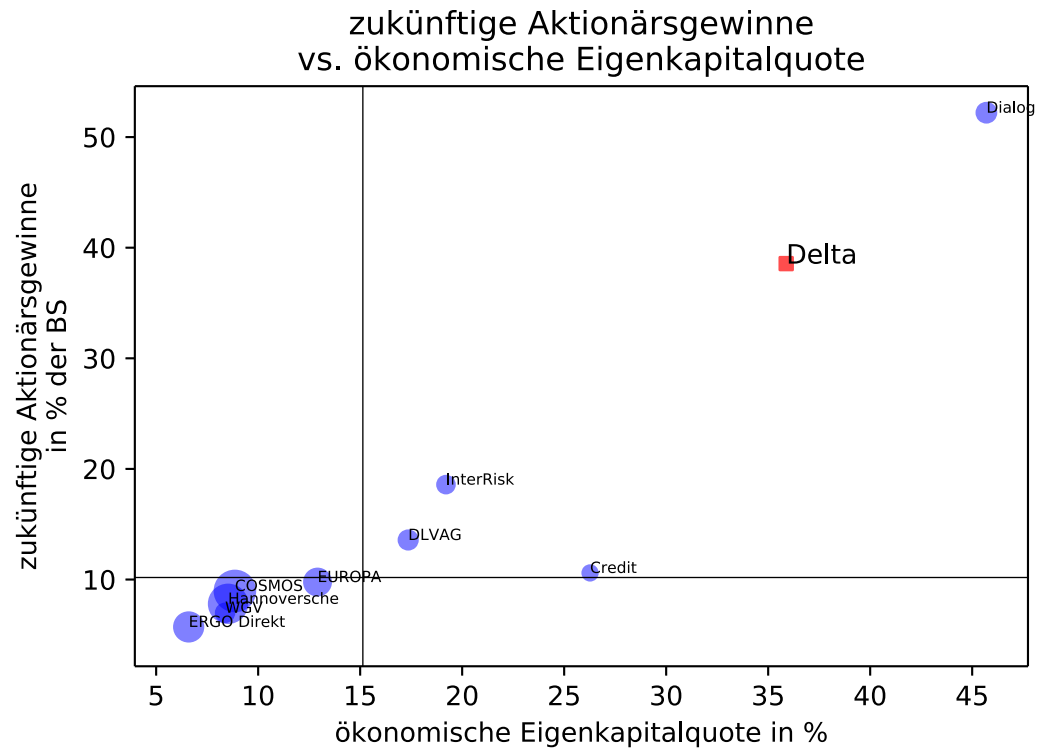
Die Größen "zukünftige Aktionärgewinne", "zukünftige Überschüsse" und "zukünftige pass. vt. Überschüsse" wirken stark positiv und sind grün dargestellt. Zudem wird deutlich, welche anderen Größen sie beeinflussen. Hingegen wirken die Größen "latente Steuern", "HGB-Deckungsrückstellung" und "HGB-DRSt ohne ZZR" sehr negativ auf die ökonomische Eigenkapitalquote und sind rot eingefärbt. Insgesamt liegt die ökonomische Eigenkapitalquote 20,75%-Punkte über dem Median des Marktes.

Ursachenanalyse



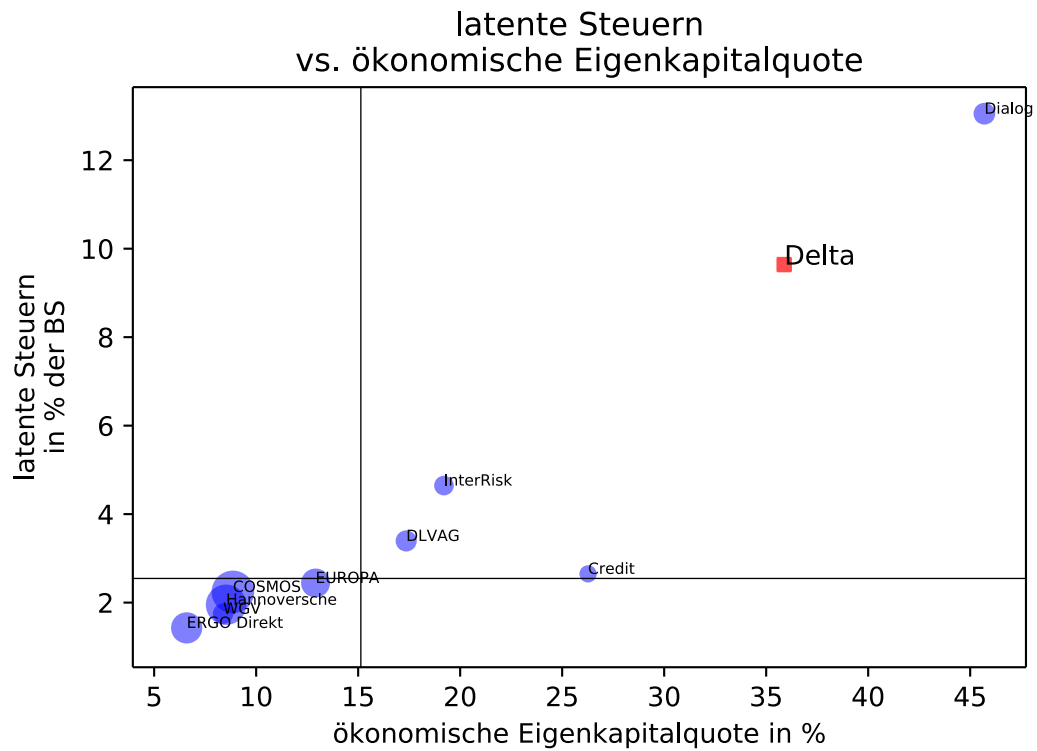
9 Marktvergleich

Die größte Stärke der Delta Direkt Leben ist die Quote der Größe "zukünftige Aktionärs Gewinne". Von den 10 Unternehmen liegt die Gesellschaft damit auf Rang 2. Der Wert beträgt 38,56% der HGB-Bilanzsumme. Im Vergleich zum Median des Marktes in Höhe von 10,18% der HGB-Bilanzsumme erhöht dies die ökonomische Eigenkapitalquote um 21,28 Prozentpunkte.



Die Korrelation zwischen den dargestellten Größen beträgt im Markt 0,93.

Die größte Schwäche der Delta Direkt Leben ist die Quote der Größe "latente Steuern". Von den 10 Unternehmen liegt die Gesellschaft damit auf Rang 2. Der Wert beträgt 9,64% der HGB-Bilanzsumme. Im Vergleich zum Median des Marktes in Höhe von 2,55% der HGB-Bilanzsumme reduziert dies die ökonomische Eigenkapitalquote um 7,09 Prozentpunkte.



Die Korrelation zwischen den dargestellten Größen beträgt im Markt 0,93.

10 Zusammenfassung

Die wesentlichen Ergebnisse bezüglich der Finanzstärke und Risikotragfähigkeit der Delta Direkt Leben 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 65 Mio. Euro.
- Die ökonomische Eigenkapitalquote beträgt 35,88%.
- Die Gesellschaft liegt damit auf Platz 2 von 10 deutschen Risikoversicherern.
- Größte Stärke: zukünftige Aktionärgewinne
- Größte Schwäche: latente Steuern

Risikotragfähigkeit

- Die Sicherheitsmittelquote beträgt 182,99%.
- Die Gesellschaft liegt damit auf Platz 2 von 10 deutschen Risikoversicherern.
- Die nachhaltige Gesamtverzinsung beträgt 35,28%.

11 Anhang: Die Daten

Nachfolgend ist dargestellt, wie die Delta Direkt Leben in Bezug auf seine wesentlichen Größen im Gesamtmarkt der 10 Unternehmen positioniert ist. Die Darstellung ist differenziert nach Input-Größen und Output-Größen.

Input-Variablen

Größe	Rang ¹	Delta	Min.	5% ²	50% ²	95% ²	Max.
aktivische Bewertungsreserven	9	29	12	20	72	1.561	1.774
Buchwert Kapitalanlagen	10	172	172	191	616	11.010	11.345
Direktgutschrift	6	24,39	2,28	5,18	38,71	262,03	370,59
Fondsgebundene LV	9	0	0	0	17	1.014	1.777
freie RSt für Beitragsrückerstattu.	7	39,13	0,22	8,11	109,90	392,92	461,04
Genussrechte	2	0,00	0,00	0,00	0,00	22,00	40,00
Gewinnabführung	7	4,00	0,00	0,00	5,42	36,91	54,27
HGB-Bilanzsumme	10	181	181	210	672	12.455	13.720
HGB-Deckungsrückstellung	10	100	100	126	443	9.685	10.415
HGB-Eigenkapital ohne GR und NV	10	12,61	12,61	14,48	44,17	215,21	251,26
Jahresüberschuss nach Steuern und.	4	0,20	-0,00	-0,00	0,00	10,57	13,50
Jahresüberschuss vor Steuern und G.	9	4,22	2,18	3,10	11,16	53,54	78,06
Kapitalanlage-Aufwendungen	10	0,52	0,52	0,55	1,56	43,44	51,40
Kapitalanlage-Erträge	9	6,63	5,87	6,21	22,41	535,80	554,21
mittlerer Tarifrchnungszins	6	2,99%	1,97%	2,19%	3,14%	3,57%	3,67%
nachrangige Verbindlichkeiten	4	0,00	0,00	0,00	0,00	69,64	121,69
Risiko- und Übriges Ergebnis	7	39,16	14,71	16,62	77,85	390,98	480,42
Rohüberschuss	7	41,52	15,26	17,48	92,18	457,17	608,73
Schlussüberschussanteil-Fonds	9	0,31	0,00	0,14	6,28	115,64	117,89
Steuern	9	0,02	0,01	0,01	2,96	16,62	23,79
Zahlungen Versicherungsfälle	10	15	15	24	68	1.239	1.466
Zinsaufwand	10	3,75	3,75	3,88	20,89	437,65	489,31
Zinszusatzreserve	9	1,40	0,83	1,09	24,55	514,97	615,08
Zuführung zur RfB	7	12,91	2,02	2,87	36,65	159,71	160,09
ZZR-Aufwand	9	0,80	0,50	0,64	7,15	160,32	189,04

Angaben in Mio. Euro bzw. in Prozent

¹ bei fallender Sortierung

² Quantil von 10 Versicherern

Output-Variablen

Größe	Rang ¹	Delta	Min.	5% ²	50% ²	95% ²	Max.
Bestandsabbaurate	4	15,68%	9,50%	10,18%	13,89%	24,15%	25,39%
Garantie	9	-151	-990	-612	205	6.996	7.162
Garantien und Optionen	10	0,00	0,00	0,00	0,00	0,02	0,02
HGB-DRSt ohne ZZR	10	99	99	124	424	9.193	10.022
HGB-DRSt ohne ZZR zzgl. FLV	10	99	99	124	430	10.206	11.799
HGB-Eigenkapital	10	12,61	12,61	14,48	45,92	292,13	292,84
Kapitalergebnis	9	6,10	5,29	5,66	20,85	492,36	502,82
latente Steuern	8	17,46	6,48	7,78	36,25	264,96	307,57
Marktwert Kapitalanlagen	10	201	201	212	688	12.523	12.645
Marktwert-Bilanzsumme	10	210	210	231	744	13.969	15.020
nachhaltige Gesamtverzinsung	2	35,28%	5,98%	6,30%	11,31%	35,72%	36,09%
Nettoverzinsung	7	3,54%	2,48%	2,59%	3,82%	4,48%	4,52%
Passivduration	7	6,58	4,33	4,53	7,39	9,70	10,27
passivische Bewertungsreserven	8	251	92	98	354	2.726	3.621
Puffer	8	266	86	116	671	3.921	4.395
Sicherheitsmittel	8	331	150	172	843	5.008	5.611
Sicherheitsmittelquote	2	182,99%	32,44%	34,54%	58,82%	207,10%	226,83%
sonstige Aktiva	9	8,78	8,47	8,61	55,53	431,56	598,52
sonstige Passiva	10	29	29	31	130	1.020	1.169
verfügbare RfB	7	39,44	1,56	10,08	110,06	494,28	573,93
Zinsergebnis	5	2,36	-9,73	-5,66	1,80	79,92	128,31
zukünftige Aktionärsgewinne	8	70	26	31	145	1.060	1.230
zukünftige pass. vt. Überschüsse	8	258	91	118	412	3.225	3.886
zukünftige pass. Zinsüberschüsse	2	-7,13	-785,28	-551,19	-48,26	-2,64	1,02
zukünftige Überschussbeteiligung	8	209	78	93	435	3.180	3.691
zukünftige Überschüsse	8	279	104	124	580	4.239	4.921
ökonomische Eigenkapitalquote	2	35,88%	6,59%	7,40%	15,13%	41,28%	45,70%
ökonomisches Eigenkapital	8	65	45	54	173	1.087	1.216

Angaben in Mio. Euro bzw. in Prozent

¹ bei fallender Sortierung

² Quantil von 10 Versicherern