

Real Rate

Finanzstärkeanalyse

ERGO Direkt Leben

10/2018



Wesentliche Ergebnisse

- Der faire Unternehmenswert beträgt 256 Mio. Euro.
- Die ökonomische Eigenkapitalquote beträgt 7,34%.
- Die Gesellschaft liegt damit auf Platz 10 von 10 deutschen Risikoversicherern.
- Größte Stärke: latente Steuern
- Größte Schwäche: passivische Bewertungsreserven

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 ERGO Direkt Leben untersucht. Hierzu wird die handelsrechtliche Bilanz der ERGO Direkt Leben 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 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 92,79 Mio. Euro.

Aktiva	in Mio. Euro	Passiva	in Mio. Euro
Kapitalanlagen	3.337	HGB-Eigenkapital	93
Fondsgebundene LV	46	verfügbare RfB	273
Sonst. Aktiva	107	Deckungsrückstellung	2.807
		Fondsgebundene LV	46
		Sonst. Passiva	271
Aktiva	3.490	Passiva	3.490

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. 2,78%. Dieser wird mittels der Passivduration von ca. 5,9 auf den nachhaltigen Zins in Höhe von 1,90%, umbewertet. Unter Ansatz der bereits gestellten Zinszusatzreserve in Höhe von 117,90 Mio. Euro führt dies zu passivischen Zins-Bewertungsreserven von -21,23 Mio. Euro. Hinzu kommen passivische Bewertungsreserven aus Biometrie und Kosten in Höhe von 571,98 Mio. Euro. Die passivischen Bewertungsreserven betragen damit insgesamt 550,75 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 320,63 Mio. Euro.

Die Summe aus aktivischen und passivischen Bewertungsreserven beträgt insgesamt 871,38 Mio. Euro. Davon entfallen unter Anwendung der Mindestzuführungsverordnung 163,38 Mio. auf die Aktionärssphäre in Form von zukünftigen Aktionärgewinnen nach Steuern. Dies führt vom HGB-Eigenkapital zum ökonomischen Eigenkapital in der Marktwertbilanz. Die restlichen 707,99 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	3.658	ök. Eigenkapital	256
Fondsgebundene LV	46	Puffer	981
Sonst. Aktiva	107	Garantie	2.256
		Fondsgebundene LV	46
		Sonst. Passiva	271
Aktiva	3.811	Passiva	3.811

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 7,34%. Sie liegt 11,45%-Punkte unter dem Median von 18,79% und damit auf Rang 10 von 10 Risikoversicherern.

Komponente ök. EK	in Mio. Euro	in % der HGB-Bilanzsumme
HGB-Eigenkapital	92,79	2,66
zukünftige Aktionärgewinne	217,84	6,24
Steuern	-54,46	-1,56
ökonomisches Eigenkapital	256,17	7,34

Der faire Unternehmenswert der ERGO Direkt Leben beträgt gemäß der RealRate-Analyse 256,17 Mio. Euro. Diesen Wert vergleichen wir mit der Angabe aus dem veröffentlichten Solvency and Financial Condition Report der ERGO Direkt Leben: Die Basiseigenmittel - ohne Ansatz der Übergangsmaßnahme und der Volatilitätsanpassung - betragen dort 466,00 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 ERGO Direkt Leben beträgt 28,12%.

Puffer-Komponente	in Mio. Euro	in % der HGB-Bilanzsumme
verfügbare RfB	273,38	7,83
Überschussbeteiligung	653,53	18,73
Steuern	54,46	1,56
Puffer	981,37	28,12

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 ERGO Direkt Leben beträgt 35,46%.

Komponente Sicherheitsmittel	in Mio. Euro	in % der HGB-Bilanzsumme
HGB-Eigenkapital	93	2,66
verfügbare RfB	273	7,83
zukünftige Überschüsse	871	24,97
Sicherheitsmittel	1.238	35,46

Die nachhaltige Gesamtverzinsung, die im Mittel aus der künftigen Überschussbeteiligung finanzierbar ist, beträgt 6,88%. Davon beträgt der mittlere garantierte Rechnungszins 2,78%.

7 Die Stärken und Schwächen

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

Die größte Stärke der ERGO Direkt Leben ist die Quote der Größe "latente Steuern". Von den 10 Unternehmen liegt die Gesellschaft damit auf Rang 10. Der Wert beträgt 1,56% der HGB-Bilanzsumme. Im Vergleich zum Median des Marktes in Höhe von 4,03% der HGB-Bilanzsumme erhöht dies die ökonomische Eigenkapitalquote um 2,47 Prozentpunkte. Die weiteren Stärken sind die Größen "zukünftige pass. Zinsüberschüsse" und "mittlerer Tarifrachungszins". Die größten Schwächen sind die Größen "passivische Bewertungsreserven", "zukünftige Überschüsse" und "zukünftige Aktionärgewinne".

Größe ⁰	Rang ¹	ERGO Direkt	Markt ²	Effekt ³ ökonomische Eigenkapitalquote
Quote latente Steuern	10	1,56%	4,03%	2,47%
Quote zukünftige pass. Zinsübersch.	3	-0,61%	-3,58%	0,56%
mittlerer Tarifrachungszins	7	2,78%	3,03%	0,22%
Quote HGB-DRSt ohne ZZR	2	77,05%	69,38%	0,12%
Quote HGB-Deckungsrückstellung	3	80,42%	73,92%	0,10%
Quote aktivische Bewertungsreserve.	5	9,19%	8,86%	0,06%
Quote Fondsgebundene LV	4	1,32%	1,06%	0,01%
Quote Zinszusatzreserve	5	3,38%	3,36%	0,00%
Quote Schlussüberschussanteil-Fond.	1	3,87%	0,57%	0,00%
Quote verfügbare RfB	5	7,83%	6,72%	0,00%
...
Bestandsabbaurate	2	17,41%	10,35%	-0,82%
Quote Zahlungen Versicherungsfälle	1	13,64%	7,46%	-0,91%
Passivduration	9	5,92	9,32	-1,33%
Quote HGB-Eigenkapital ohne GR und.	8	2,66%	5,27%	-2,62%
Quote HGB-Eigenkapital	9	2,66%	5,27%	-2,62%
Quote Risiko- und Übriges Ergebnis	8	2,77%	6,44%	-4,08%
Quote zukünftige pass. vt. Übersch.	10	16,39%	54,68%	-7,18%
Quote zukünftige Aktionärgewinne	10	6,24%	16,10%	-7,40%
Quote zukünftige Überschüsse	10	24,97%	64,41%	-7,40%
Quote passivische Bewertungsreserv.	10	15,78%	56,30%	-7,60%

⁰ Quote bezogen auf HGB-Bilanzsumme

¹ von 10 Versicherern bei fallender Sortierung

² Median

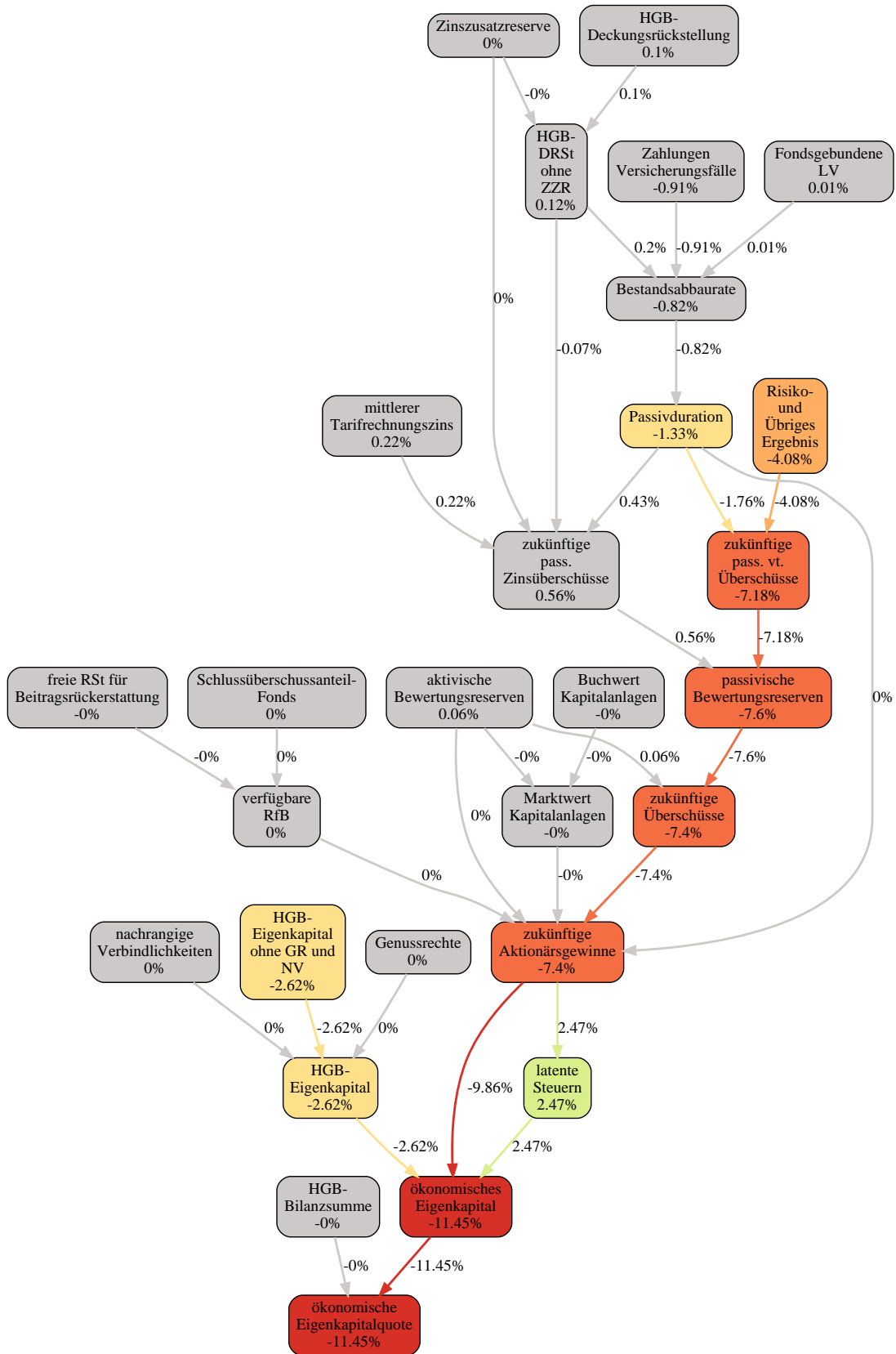
³ Änderung in Prozentpunkten

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.

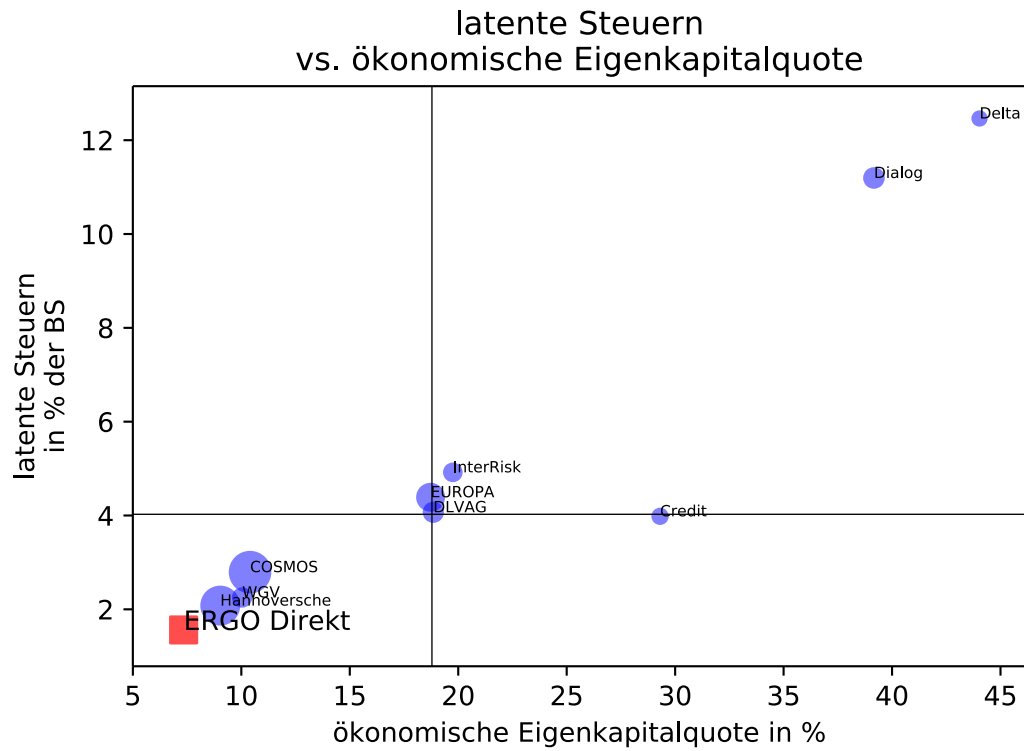
Die Größen "latente Steuern", "zukünftige pass. Zinsüberschüsse" und "mittlerer Tarifrechnungszins" wirken stark positiv und sind grün dargestellt. Zudem wird deutlich, welche anderen Größen sie beeinflussen. Hingegen wirken die Größen "passivische Bewertungsreserven", "zukünftige Überschüsse" und "zukünftige Aktionärsgewinne" sehr negativ auf die ökonomische Eigenkapitalquote und sind rot eingefärbt. Insgesamt liegt die ökonomische Eigenkapitalquote 11,45%-Punkte unter dem Median des Marktes.

Ursachenanalyse



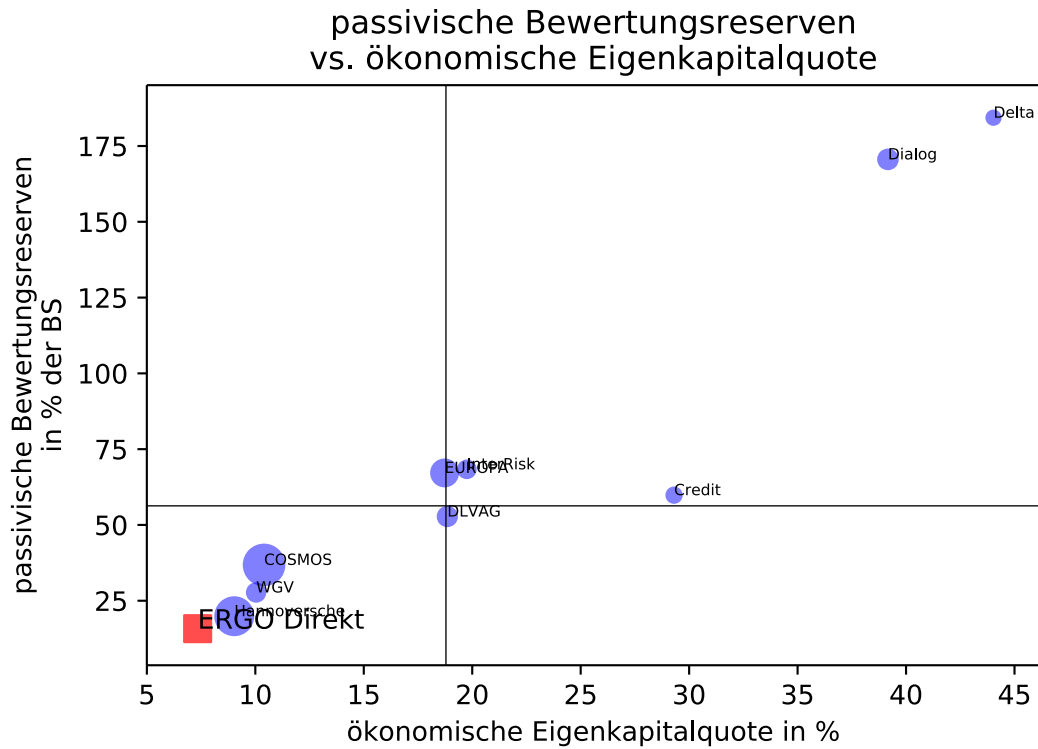
9 Marktvergleich

Die größte Stärke der ERGO Direkt Leben ist die Quote der Größe "latente Steuern". Von den 10 Unternehmen liegt die Gesellschaft damit auf Rang 10. Der Wert beträgt 1,56% der HGB-Bilanzsumme. Im Vergleich zum Median des Marktes in Höhe von 4,03% der HGB-Bilanzsumme erhöht dies die ökonomische Eigenkapitalquote um 2,47 Prozentpunkte.



Die Korrelation zwischen den dargestellten Größen beträgt im Markt 0,94.

Die größte Schwäche der ERGO Direkt Leben ist die Quote der Größe "passivische Bewertungsreserven". Von den 10 Unternehmen liegt die Gesellschaft damit auf Rang 10. Der Wert beträgt 15,78% der HGB-Bilanzsumme. Im Vergleich zum Median des Marktes in Höhe von 56,30% der HGB-Bilanzsumme reduziert dies die ökonomische Eigenkapitalquote um 7,60 Prozentpunkte.



Die Korrelation zwischen den dargestellten Größen beträgt im Markt 0,95.

10 Zusammenfassung

Die wesentlichen Ergebnisse bezüglich der Finanzstärke und Risikotragfähigkeit der ERGO 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 256 Mio. Euro.
- Die ökonomische Eigenkapitalquote beträgt 7,34%.
- Die Gesellschaft liegt damit auf Platz 10 von 10 deutschen Risikoversicherern.
- Größte Stärke: latente Steuern
- Größte Schwäche: passivische Bewertungsreserven

Risikotragfähigkeit

- Die Sicherheitsmittelquote beträgt 35,46%.
- Die Gesellschaft liegt damit auf Platz 10 von 10 deutschen Risikoversicherern.
- Die nachhaltige Gesamtverzinsung beträgt 6,88%.

11 Anhang: Die Daten

Nachfolgend ist dargestellt, wie die ERGO 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	ERGO Direkt	Min.	5% ²	50% ²	95% ²	Max.
aktivische Bewertungsreserven	3	321	10	19	72	1.320	1.470
Buchwert Kapitalanlagen	3	3.337	186	203	646	11.349	11.899
Direktgutschrift	5	37,70	2,11	5,06	31,76	257,67	362,21
Fondsgebundene LV	4	46	0	0	22	1.092	1.908
freie RSt für Beitragsrückerstattu.	5	138,23	0,37	7,70	106,74	384,81	457,05
Genussrechte	2	0,00	0,00	0,00	0,00	22,00	40,00
Gewinnabführung	3	10,60	0,00	0,00	4,03	37,95	56,40
HGB-Bilanzsumme	3	3.490	193	222	705	12.897	14.467
HGB-Deckungsrückstellung	3	2.807	106	150	465	10.088	11.040
HGB-Eigenkapital ohne GR und NV	4	92,79	12,81	15,27	44,17	223,46	266,26
Jahresüberschuss nach Steuern und.	9	-0,00	-0,00	-0,00	0,00	11,40	15,00
Jahresüberschuss vor Steuern und G.	5	9,01	1,32	2,08	8,71	43,41	60,33
Kapitalanlage-Aufwendungen	3	11,30	0,51	0,55	1,20	27,36	27,99
Kapitalanlage-Erträge	3	118,30	4,55	5,55	22,62	486,89	513,78
mittlerer Tarifrrechnungszins	7	2,78%	1,48%	1,86%	3,03%	3,50%	3,59%
nachrangige Verbindlichkeiten	3	0,00	0,00	0,00	0,00	67,61	121,69
Risiko- und Übriges Ergebnis	5	96,56	14,13	16,72	85,95	379,16	449,22
Rohüberschuss	5	104,51	10,87	14,77	93,19	406,46	502,98
Schlussüberschussanteil-Fonds	1	135,15	0,00	0,13	5,29	112,87	135,15
Steuern	10	-1,59	-1,59	-0,96	2,21	6,49	7,33
Zahlungen Versicherungsfälle	3	476,14	10,51	18,15	70,15	933,66	984,66
Zinsaufwand	3	99,06	3,94	4,03	20,64	432,37	433,43
Zinszusatzreserve	3	117,90	1,92	2,09	31,30	676,91	753,18
Zuführung zur RfB	4	57,80	3,80	5,28	35,85	143,68	163,81
ZZR-Aufwand	3	24,40	0,90	0,95	6,74	167,25	191,10

Angaben in Mio. Euro bzw. in Prozent

¹ bei fallender Sortierung

² Quantil von 10 Versicherern

Output-Variablen

Größe	Rang ¹	ERGO Direkt	Min.	5% ²	50% ²	95% ²	Max.
Bestandsabbaurrate	2	17,41%	6,43%	6,75%	10,35%	20,00%	22,12%
Garantie	3	2.256	-791	-547	32	6.278	6.740
Garantien und Optionen	4	0,00	0,00	0,00	0,00	0,03	0,03
HGB-DRSt ohne ZZR	3	2.689	103	146	440	9.428	10.456
HGB-DRSt ohne ZZR zzgl. FLV	3	2.735	103	146	446	10.520	12.364
HGB-Eigenkapital	4	92,79	12,81	15,27	44,92	300,22	306,26
Kapitalergebnis	3	107,01	3,79	4,83	21,83	459,67	487,19
latente Steuern	5	54,46	10,29	11,31	41,01	324,95	404,00
Marktwert Kapitalanlagen	3	3.658	215	224	719	12.636	13.037
Marktwert-Bilanzsumme	3	3.811	222	243	777	14.184	15.605
nachhaltige Gesamtverzinsung	8	6,88%	5,75%	5,99%	9,80%	32,49%	32,60%
Nettoverzinsung	8	3,21%	1,69%	2,05%	3,47%	4,07%	4,09%
Passivduration	9	5,92	4,82	5,32	9,32	13,48	14,03
passivische Bewertungsreserven	5	551	155	155	454	3.912	5.326
Puffer	5	981	135	162	746	4.678	5.632
Sicherheitsmittel	5	1.238	211	229	938	5.951	7.137
Sicherheitsmittelquote	10	35,46%	35,46%	37,96%	84,62%	213,50%	228,62%
sonstige Aktiva	3	106,59	6,99	9,80	43,04	455,82	659,06
sonstige Passiva	4	271	8	18	132	992	1.111
verfügbare RfB	4	273,38	1,70	9,62	114,45	469,37	542,69
Zinsergebnis	3	7,95	-5,03	-4,23	4,06	40,33	53,76
zukünftige Aktionärgewinne	5	218	41	45	164	1.300	1.616
zukünftige pass. vt. Überschüsse	5	572	144	168	468	4.098	5.249
zukünftige pass. Zinsüberschüsse	6	-21,23	-507,21	-362,63	-17,95	47,13	77,09
zukünftige Überschussbeteiligung	5	654	123	136	492	3.900	4.848
zukünftige Überschüsse	5	871	165	181	656	5.199	6.464
ökonomische Eigenkapitalquote	10	7,34%	7,34%	8,10%	18,79%	41,84%	44,03%
ökonomisches Eigenkapital	5	256	56	65	192	1.274	1.505

Angaben in Mio. Euro bzw. in Prozent

¹ bei fallender Sortierung

² Quantil von 10 Versicherern