

# Real Rate

## Finanzstärkeanalyse

### Delta Direkt Leben

10/2018



### Wesentliche Ergebnisse

- Der faire Unternehmenswert beträgt 85 Mio. Euro.
- Die ökonomische Eigenkapitalquote beträgt 44,03%.
- Die Gesellschaft liegt damit auf Platz 1 von 10 deutschen Risikoversicherern.
- Größte Stärke: zukünftige Aktionärs Gewinne
- Größte Schwäche: HGB-Deckungsrückstellung

## **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 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 Anhangsangaben 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 12,81 Mio. Euro.

Aktiva	in Mio. Euro	Passiva	in Mio. Euro
Kapitalanlagen	185,77	HGB-Eigenkapital	12,81
Fondsgebundene LV	0,00	verfügbare RfB	43,51
Sonst. Aktiva	6,99	Deckungsrückstellung	105,77
		Fondsgebundene LV	0,00
		Sonst. Passiva	30,67
Aktiva	192,76	Passiva	192,76

## 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. 2,93%. Dieser wird mittels der Passivduration von ca. 9,5 auf den nachhaltigen Zins in Höhe von 1,90%, umbewertet. Unter Ansatz der bereits gestellten Zinszusatzreserve in Höhe von 2,30 Mio. Euro führt dies zu passivischen Zins-Bewertungsreserven von -7,79 Mio. Euro. Hinzu kommen passivische Bewertungsreserven aus Biometrie und Kosten in Höhe von 363,10 Mio. Euro. Die passivischen Bewertungsreserven betragen damit insgesamt 355,31 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 29,04 Mio. Euro.

Die Summe aus aktivischen und passivischen Bewertungsreserven beträgt insgesamt 384,35 Mio. Euro. Davon entfallen unter Anwendung der Mindestzuführungsverordnung 72,07 Mio. auf die Aktionärssphäre in Form von zukünftigen Aktionärgewinnen nach Steuern. Dies führt vom HGB-Eigenkapital zum ökonomischen Eigenkapital in der Marktwertbilanz. Die restlichen 312,29 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	214,81	ök. Eigenkapital	84,87
Fondsgebundene LV	0,00	Puffer	355,80
Sonst. Aktiva	6,99	Garantie	-249,54
		Fondsgebundene LV	0,00
		Sonst. Passiva	30,67
<b>Aktiva</b>	<b>221,80</b>	<b>Passiva</b>	<b>221,80</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 44,03%. Sie liegt 25,24%-Punkte über dem Median von 18,79% und damit auf Rang 1 von 10 Risikoversicherern.

Komponente ök. EK	in Mio. Euro	in % der HGB-Bilanzsumme
HGB-Eigenkapital	12,81	6,64
zukünftige Aktionärgewinne	96,09	49,85
Steuern	-24,02	-12,46
<b>ökonomisches Eigenkapital</b>	<b>84,87</b>	<b>44,03</b>

Der faire Unternehmenswert der Delta Direkt Leben beträgt gemäß der RealRate-Analyse 84,87 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 111,93 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 184,58%.

Puffer-Komponente	in Mio. Euro	in % der HGB-Bilanzsumme
verfügbare RfB	43,51	22,57
Überschussbeteiligung	288,27	149,55
Steuern	24,02	12,46
Puffer	355,80	184,58

## 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 228,62%.

Komponente Sicherheitsmittel	in Mio. Euro	in % der HGB-Bilanzsumme
HGB-Eigenkapital	12,81	6,64
verfügbare RfB	43,51	22,57
zukünftige Überschüsse	384,35	199,40
Sicherheitsmittel	440,67	228,62

Die nachhaltige Gesamtverzinsung, die im Mittel aus der künftigen Überschussbeteiligung finanzierbar ist, beträgt 32,36%. Davon beträgt der mittlere garantierte Rechnungszins 2,93%.

## 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 1. Der Wert beträgt 49,85% der HGB-Bilanzsumme. Im Vergleich zum Median des Marktes in Höhe von 16,10% der HGB-Bilanzsumme erhöht dies die ökonomische Eigenkapitalquote um 25,31 Prozentpunkte. Die weiteren Stärken sind die Größen "zukünftige Überschüsse" und "zukünftige pass. vt. Überschüsse". Die größten Schwächen sind die Größen "HGB-Deckungsrückstellung", "HGB-DRSt ohne ZZR" und "latente Steuern".

Größe <sup>0</sup>	Rang <sup>1</sup>	Delta	Markt <sup>2</sup>	Effekt <sup>3</sup> ökonomische Eigenkapitalquote
Quote zukünftige Aktionärgewinne	1	49,85%	16,10%	25,31%
Quote zukünftige Überschüsse	1	199,40%	64,41%	25,31%
Quote zukünftige pass. vt. Übersch.	1	188,37%	54,68%	25,07%
Quote passivische Bewertungsreserv.	1	184,33%	56,30%	24,01%
Quote Risiko- und Übriges Ergebnis	2	19,90%	6,44%	23,89%
Quote Zahlungen Versicherungsfälle	8	5,45%	7,46%	10,97%
Quote HGB-Eigenkapital ohne GR und.	2	6,64%	5,27%	1,37%
Quote HGB-Eigenkapital	2	6,64%	5,27%	1,37%
Quote aktivische Bewertungsreserve.	1	15,07%	8,86%	1,16%
Quote Zinszusatzreserve	9	1,19%	3,36%	0,76%
...	...	...	...	...
Quote sonstige Passiva	3	15,91%	11,10%	0,00%
Quote Buchwert Kapitalanlagen	3	96,38%	95,46%	-0,00%
Quote Marktwert Kapitalanlagen	1	111,44%	101,83%	-0,00%
Quote verfügbare RfB	2	22,57%	6,72%	-0,00%
Quote freie RSt für Beitragsrücker.	2	22,41%	4,17%	-0,00%
Quote zukünftige pass. Zinsübersch.	6	-4,04%	-3,58%	-0,09%
Quote Fondsgebundene LV	9	0,00%	1,06%	-0,59%
Quote latente Steuern	1	12,46%	4,03%	-8,44%
Quote HGB-DRSt ohne ZZR	9	53,68%	69,38%	-8,44%
Quote HGB-Deckungsrückstellung	9	54,87%	73,92%	-10,24%

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

<sup>1</sup> von 10 Versicherern bei fallender Sortierung

<sup>2</sup> Median

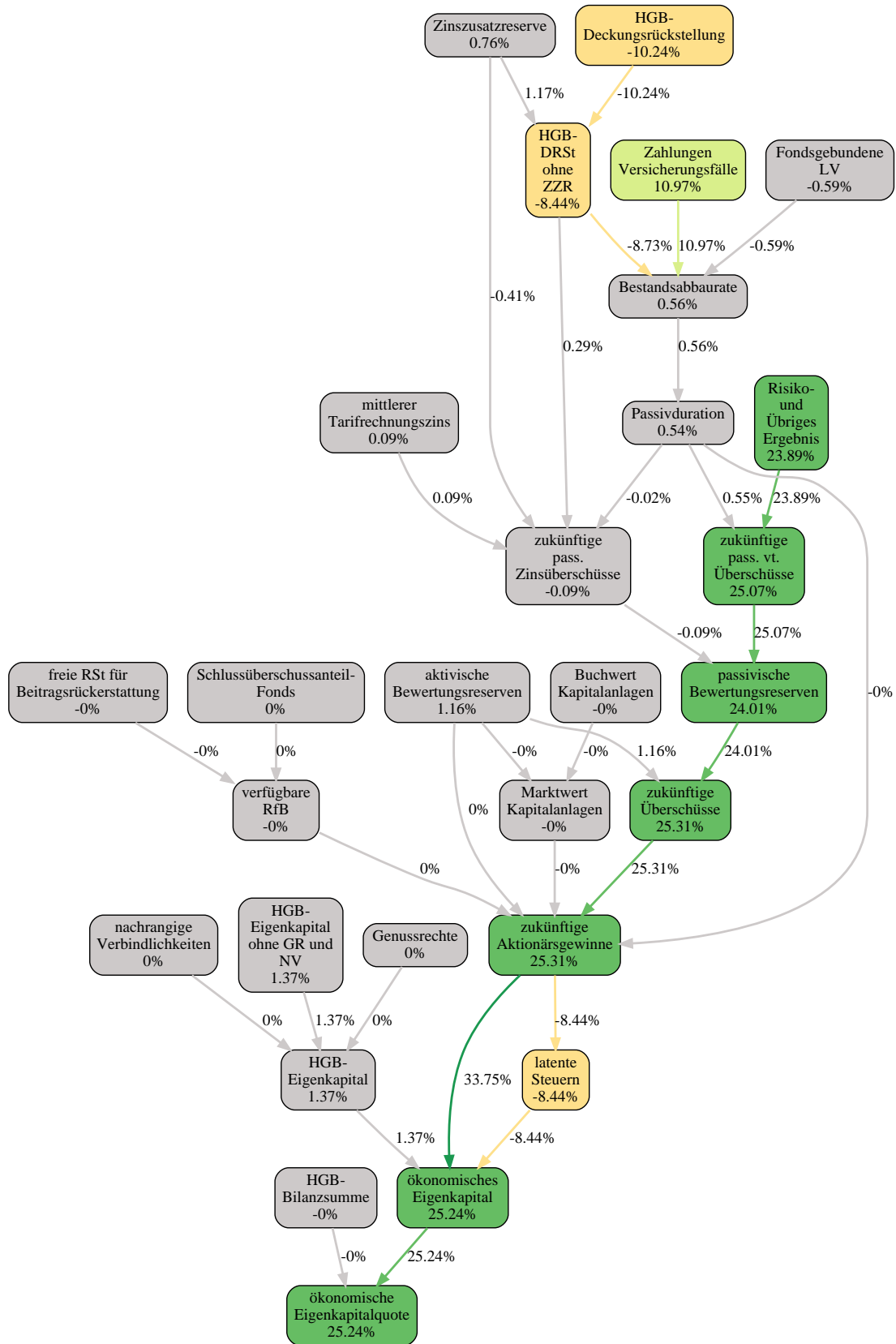
<sup>3</sup> Änderung in Prozentpunkten

## 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 "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 "HGB-Deckungsrückstellung", "HGB-DRSt ohne ZZR" und "latente Steuern" sehr negativ auf die ökonomische Eigenkapitalquote und sind rot eingefärbt. Insgesamt liegt die ökonomische Eigenkapitalquote 25,24%-Punkte über dem Median des Marktes.

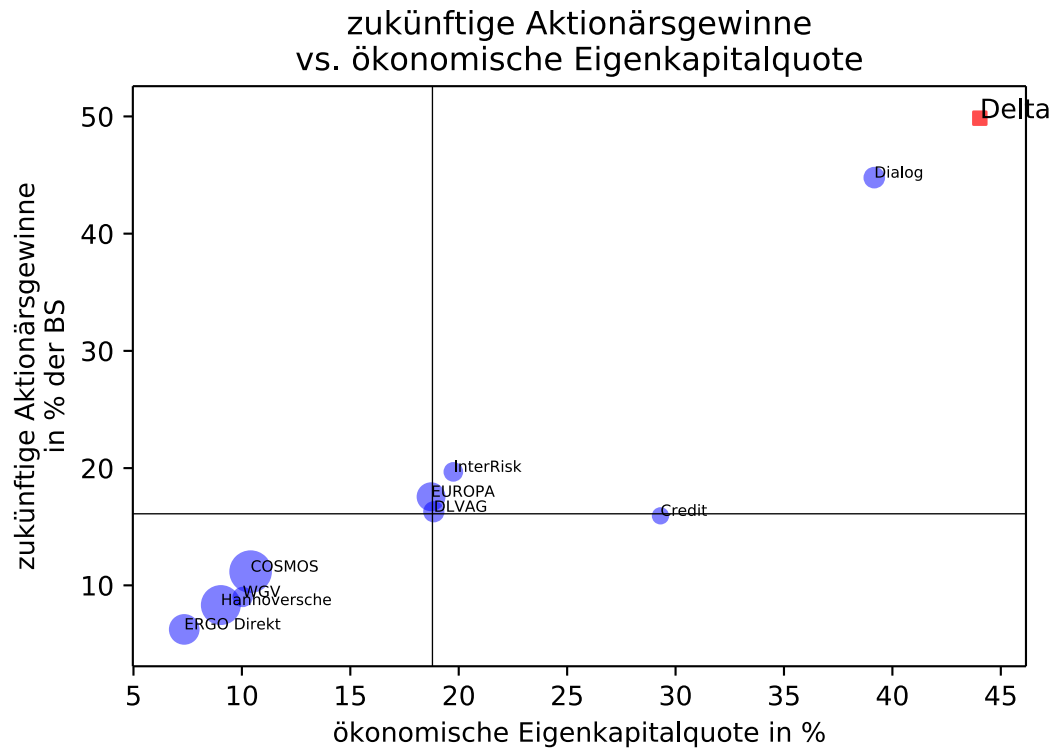
# Ursachenanalyse





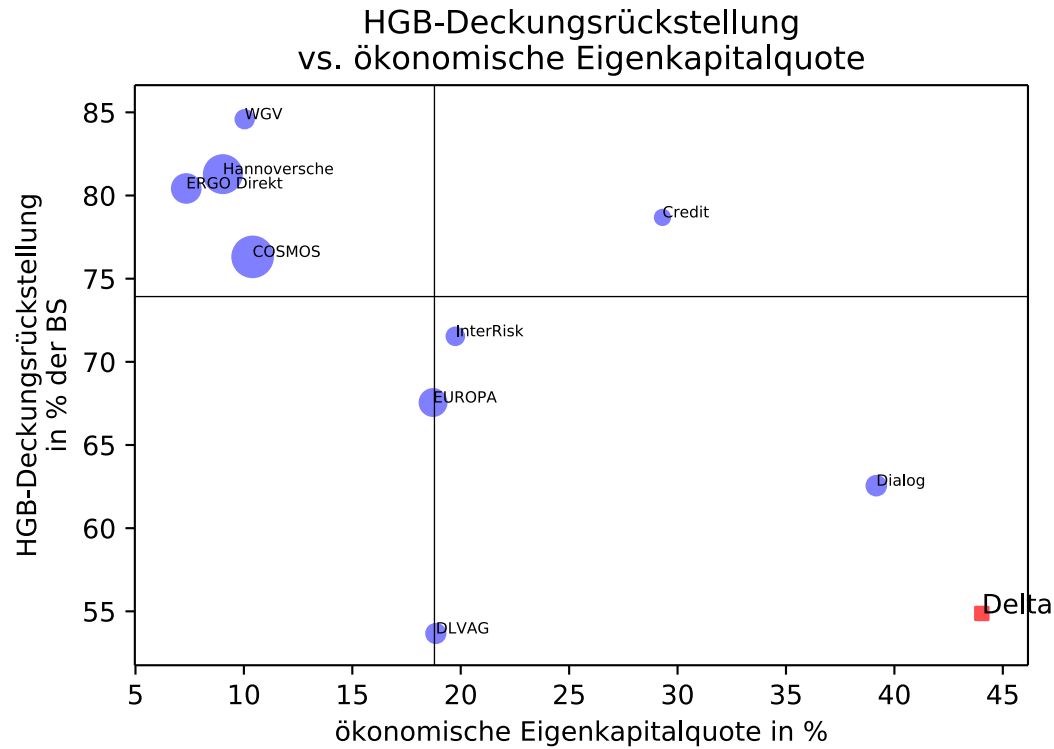
## 9 Marktvergleich

Die größte Stärke der Delta Direkt Leben ist die Quote der Größe "zukünftige Aktionärsgewinne". Von den 10 Unternehmen liegt die Gesellschaft damit auf Rang 1. Der Wert beträgt 49,85% der HGB-Bilanzsumme. Im Vergleich zum Median des Marktes in Höhe von 16,10% der HGB-Bilanzsumme erhöht dies die ökonomische Eigenkapitalquote um 25,31 Prozentpunkte.



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

Die größte Schwäche der Delta Direkt Leben ist die Quote der Größe "HGB-Deckungsrückstellung". Von den 10 Unternehmen liegt die Gesellschaft damit auf Rang 9. Der Wert beträgt 54,87% der HGB-Bilanzsumme. Im Vergleich zum Median des Marktes in Höhe von 73,92% der HGB-Bilanzsumme reduziert dies die ökonomische Eigenkapitalquote um 10,24 Prozentpunkte.



Die Korrelation zwischen den dargestellten Größen beträgt im Markt -0,68.

## 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 85 Mio. Euro.
- Die ökonomische Eigenkapitalquote beträgt 44,03%.
- Die Gesellschaft liegt damit auf Platz 1 von 10 deutschen Risikoversicherern.
- Größte Stärke: zukünftige Aktionärgewinne
- Größte Schwäche: HGB-Deckungsrückstellung

### Risikotragfähigkeit

- Die Sicherheitsmittelquote beträgt 228,62%.
- Die Gesellschaft liegt damit auf Platz 1 von 10 deutschen Risikoversicherern.
- Die nachhaltige Gesamtverzinsung beträgt 32,36%.

## 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 <sup>1</sup>	Delta	Min.	5% <sup>2</sup>	50% <sup>2</sup>	95% <sup>2</sup>	Max.
aktivische Bewertungsreserven	9	29	10	19	72	1.320	1.470
Buchwert Kapitalanlagen	10	186	186	203	646	11.349	11.899
Direktgutschrift	7	20,08	2,11	5,06	31,76	257,67	362,21
Fondsgebundene LV	9	0	0	0	22	1.092	1.908
freie RSt für Beitragsrückerstattu.	7	43,20	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	6	4,00	0,00	0,00	4,03	37,95	56,40
HGB-Bilanzsumme	10	193	193	222	705	12.897	14.467
HGB-Deckungsrückstellung	10	106	106	150	465	10.088	11.040
HGB-Eigenkapital ohne GR und NV	10	12,81	12,81	15,27	44,17	223,46	266,26
Jahresüberschuss nach Steuern und.	4	0,20	-0,00	-0,00	0,00	11,40	15,00
Jahresüberschuss vor Steuern und G.	8	4,22	1,32	2,08	8,71	43,41	60,33
Kapitalanlage-Aufwendungen	8	0,68	0,51	0,55	1,20	27,36	27,99
Kapitalanlage-Erträge	9	6,77	4,55	5,55	22,62	486,89	513,78
mittlerer Tarifrchnungszins	6	2,93%	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	7	38,36	14,13	16,72	85,95	379,16	449,22
Rohüberschuss	7	40,52	10,87	14,77	93,19	406,46	502,98
Schlussüberschussanteil-Fonds	8	0,31	0,00	0,13	5,29	112,87	135,15
Steuern	7	0,02	-1,59	-0,96	2,21	6,49	7,33
Zahlungen Versicherungsfälle	10	10,51	10,51	18,15	70,15	933,66	984,66
Zinsaufwand	10	3,94	3,94	4,03	20,64	432,37	433,43
Zinszusatzreserve	9	2,30	1,92	2,09	31,30	676,91	753,18
Zuführung zur RfB	7	16,22	3,80	5,28	35,85	143,68	163,81
ZZR-Aufwand	10	0,90	0,90	0,95	6,74	167,25	191,10

Angaben in Mio. Euro bzw. in Prozent

<sup>1</sup> bei fallender Sortierung

<sup>2</sup> Quantil von 10 Versicherern

## Output-Variablen

Größe	Rang <sup>1</sup>	Delta	Min.	5% <sup>2</sup>	50% <sup>2</sup>	95% <sup>2</sup>	Max.
Bestandsabbaurate	6	10,16%	6,43%	6,75%	10,35%	20,00%	22,12%
Garantie	9	-250	-791	-547	32	6.278	6.740
Garantien und Optionen	10	0,00	0,00	0,00	0,00	0,03	0,03
HGB-DRSt ohne ZZR	10	103	103	146	440	9.428	10.456
HGB-DRSt ohne ZZR zzgl. FLV	10	103	103	146	446	10.520	12.364
HGB-Eigenkapital	10	12,81	12,81	15,27	44,92	300,22	306,26
Kapitalergebnis	9	6,10	3,79	4,83	21,83	459,67	487,19
latente Steuern	7	24,02	10,29	11,31	41,01	324,95	404,00
Marktwert Kapitalanlagen	10	215	215	224	719	12.636	13.037
Marktwert-Bilanzsumme	10	222	222	243	777	14.184	15.605
nachhaltige Gesamtverzinsung	2	32,36%	5,75%	5,99%	9,80%	32,49%	32,60%
Nettoverzinsung	7	3,28%	1,69%	2,05%	3,47%	4,07%	4,09%
Passivduration	5	9,47	4,82	5,32	9,32	13,48	14,03
passivische Bewertungsreserven	7	355	155	155	454	3.912	5.326
Puffer	7	356	135	162	746	4.678	5.632
Sicherheitsmittel	7	441	211	229	938	5.951	7.137
Sicherheitsmittelquote	1	228,62%	35,46%	37,96%	84,62%	213,50%	228,62%
sonstige Aktiva	10	6,99	6,99	9,80	43,04	455,82	659,06
sonstige Passiva	9	31	8	18	132	992	1.111
verfügbare RfB	7	43,51	1,70	9,62	114,45	469,37	542,69
Zinsergebnis	7	2,16	-5,03	-4,23	4,06	40,33	53,76
zukünftige Aktionärsgewinne	7	96	41	45	164	1.300	1.616
zukünftige pass. vt. Überschüsse	6	363	144	168	468	4.098	5.249
zukünftige pass. Zinsüberschüsse	4	-7,79	-507,21	-362,63	-17,95	47,13	77,09
zukünftige Überschussbeteiligung	7	288	123	136	492	3.900	4.848
zukünftige Überschüsse	7	384	165	181	656	5.199	6.464
ökonomische Eigenkapitalquote	1	44,03%	7,34%	8,10%	18,79%	41,84%	44,03%
ökonomisches Eigenkapital	8	85	56	65	192	1.274	1.505

Angaben in Mio. Euro bzw. in Prozent

<sup>1</sup> bei fallender Sortierung

<sup>2</sup> Quantil von 10 Versicherern