

Real Rate

Finanzstärkeanalyse

AachenMünchener Leben

10/2017



Wesentliche Ergebnisse

- Der faire Unternehmenswert beträgt 1.317 Mio. Euro.
- Die ökonomische Eigenkapitalquote beträgt 3,04%.
- Die Gesellschaft liegt damit auf Platz 54 von 57 deutschen Lebensversicherern.
- Größte Stärke: passivische Bewertungsreserven
- Größte Schwäche: aktivische 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 AachenMünchener Leben untersucht. Hierzu wird die handelsrechtliche Bilanz der AachenMünchener 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 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 400,11 Mio. Euro.

Aktiva	in Mio. Euro	Passiva	in Mio. Euro
Kapitalanlagen	26.019	HGB-Eigenkapital	400
Fondsgebundene LV	15.398	verfügbare RfB	990
Sonst. Aktiva	1.943	Deckungsrückstellung	24.004
		Fondsgebundene LV	15.398
		Sonst. Passiva	2.568
Aktiva	43.360	Passiva	43.360

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. 3,12%. Dieser wird mittels der Passivduration von ca. 10,7 auf den nachhaltigen Zins in Höhe von 1,68%, umbewertet. Unter Ansatz der bereits gestellten Zinszusatzreserve in Höhe von 1.244 Mio. Euro führt dies zu passivischen Zins-Bewertungsreserven von -2.292 Mio. Euro. Hinzu kommen passivische Bewertungsreserven aus Biometrie und Kosten in Höhe von 4.494 Mio. Euro. Die passivischen Bewertungsreserven betragen damit insgesamt 2.202 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 2.743 Mio. Euro.

Die Summe aus aktivischen und passivischen Bewertungsreserven beträgt insgesamt 4.945 Mio. Euro. Davon entfallen unter Anwendung der Mindestzuführungsverordnung 917,25 Mio. auf die Aktionärssphäre in Form von zukünftigen Aktionärgewinnen nach Steuern. Dies führt vom HGB-Eigenkapital zum ökonomischen Eigenkapital in der Marktwertbilanz. Die restlichen 4.028 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 13,22 Mio. Euro.

Aktiva	in Mio. Euro	Passiva	in Mio. Euro
Kapitalanlagen	28.763	ök. Eigenkapital	1.317
Fondsgebundene LV	15.398	Puffer	5.018
Sonst. Aktiva	1.943	Garantie	21.803
		Fondsgebundene LV	15.398
		Sonst. Passiva	2.568
Aktiva	46.104	Passiva	46.104

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 3,04%. Sie liegt 1,84%-Punkte unter dem Median von 4,88% und damit auf Rang 54 von 57 Lebensversicherern.

Komponente ök. EK	in Mio. Euro	in % der HGB-Bilanzsumme
HGB-Eigenkapital	400	0,92
zukünftige Aktionärgewinne	1.223	2,82
Steuern	-306	-0,71
ökonomisches Eigenkapital	1.317	3,04

Der faire Unternehmenswert der AachenMünchener Leben beträgt gemäß der RealRate-Analyse 1.317 Mio. Euro. Diesen Wert vergleichen wir mit der Angabe aus dem veröffentlichten Solvency and Financial Condition Report der AachenMünchener Leben: Die Basiseigenmittel - ohne Ansatz der Übergangsmaßnahme und der Volatilitätsanpassung - betragen dort 4.298 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 AachenMünchener Leben beträgt 11,57%.

Puffer-Komponente	in Mio. Euro	in % der HGB-Bilanzsumme
verfügbare RfB	990	2,28
Überschussbeteiligung	3.722	8,58
Steuern	306	0,71
Puffer	5.018	11,57

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 AachenMünchener Leben beträgt 14,61%.

Komponente Sicherheitsmittel	in Mio. Euro	in % der HGB-Bilanzsumme
HGB-Eigenkapital	400	0,92
verfügbare RfB	990	2,28
zukünftige Überschüsse	4.945	11,40
Sicherheitsmittel	6.335	14,61

Die nachhaltige Gesamtverzinsung, die im Mittel aus der künftigen Überschussbeteiligung finanzierbar ist, beträgt 4,65%. Davon beträgt der mittlere garantierte Rechnungszins 3,12%.

7 Die Stärken und Schwächen

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

Die größte Stärke der AachenMünchener Leben ist die Quote der Größe "passivische Bewertungsreserven". Von den 57 Unternehmen liegt die Gesellschaft damit auf Rang 10. Der Wert beträgt 5,08% der HGB-Bilanzsumme. Im Vergleich zum Median des Marktes in Höhe von 1,46% der HGB-Bilanzsumme erhöht dies die ökonomische Eigenkapitalquote um 0,71 Prozentpunkte. Die weiteren Stärken sind die Größen "HGB-Deckungsrückstellung" und "HGB-DRSt ohne ZZR". Die größten Schwächen sind die Größen "aktive Bewertungsreserven", "HGB-Eigenkapital" und "HGB-Eigenkapital ohne GR und NV".

Größe ⁰	Rang ¹	AM	Markt ²	Effekt ³ ökonomische Eigenkapitalquote
Quote passivische Bewertungsreserv.	10	5,08%	1,46%	0,71%
Quote HGB-Deckungsrückstellung	56	55,36%	81,27%	0,70%
Quote HGB-DRSt ohne ZZR	56	52,49%	76,52%	0,65%
Quote zukünftige pass. vt. Übersch.	12	10,36%	7,23%	0,61%
Quote Risiko- und Übriges Ergebnis	13	0,97%	0,76%	0,44%
Quote latente Steuern	40	0,71%	0,95%	0,24%
Quote zukünftige pass. Zinsübersch.	21	-5,29%	-5,96%	0,13%
Quote Fondsgebundene LV	2	35,51%	3,93%	0,11%
Quote Marktwert Kapitalanlagen	56	66,33%	105,14%	0,11%
Quote Buchwert Kapitalanlagen	56	60,01%	93,01%	0,09%
...
Quote Schlussüberschussanteil-Fond.	45	1,11%	1,70%	-0,00%
Quote freie RSt für Beitragsrücker.	48	1,17%	2,25%	-0,01%
Quote verfügbare RfB	53	2,28%	3,94%	-0,01%
Quote Zahlungen Versicherungsfälle	23	7,96%	7,54%	-0,02%
Quote Zinszusatzreserve	51	2,87%	4,40%	-0,34%
Quote zukünftige Aktionärsgewinne	40	2,82%	3,80%	-0,73%
Quote zukünftige Überschüsse	40	11,40%	15,26%	-0,75%
Quote HGB-Eigenkapital ohne GR und.	52	0,92%	1,70%	-0,78%
Quote HGB-Eigenkapital	54	0,92%	2,14%	-1,22%
Quote aktive Bewertungsreserve.	54	6,33%	12,95%	-1,33%

⁰ Quote bezogen auf HGB-Bilanzsumme

¹ von 57 Versicherern bei fallender Sortierung

² Median

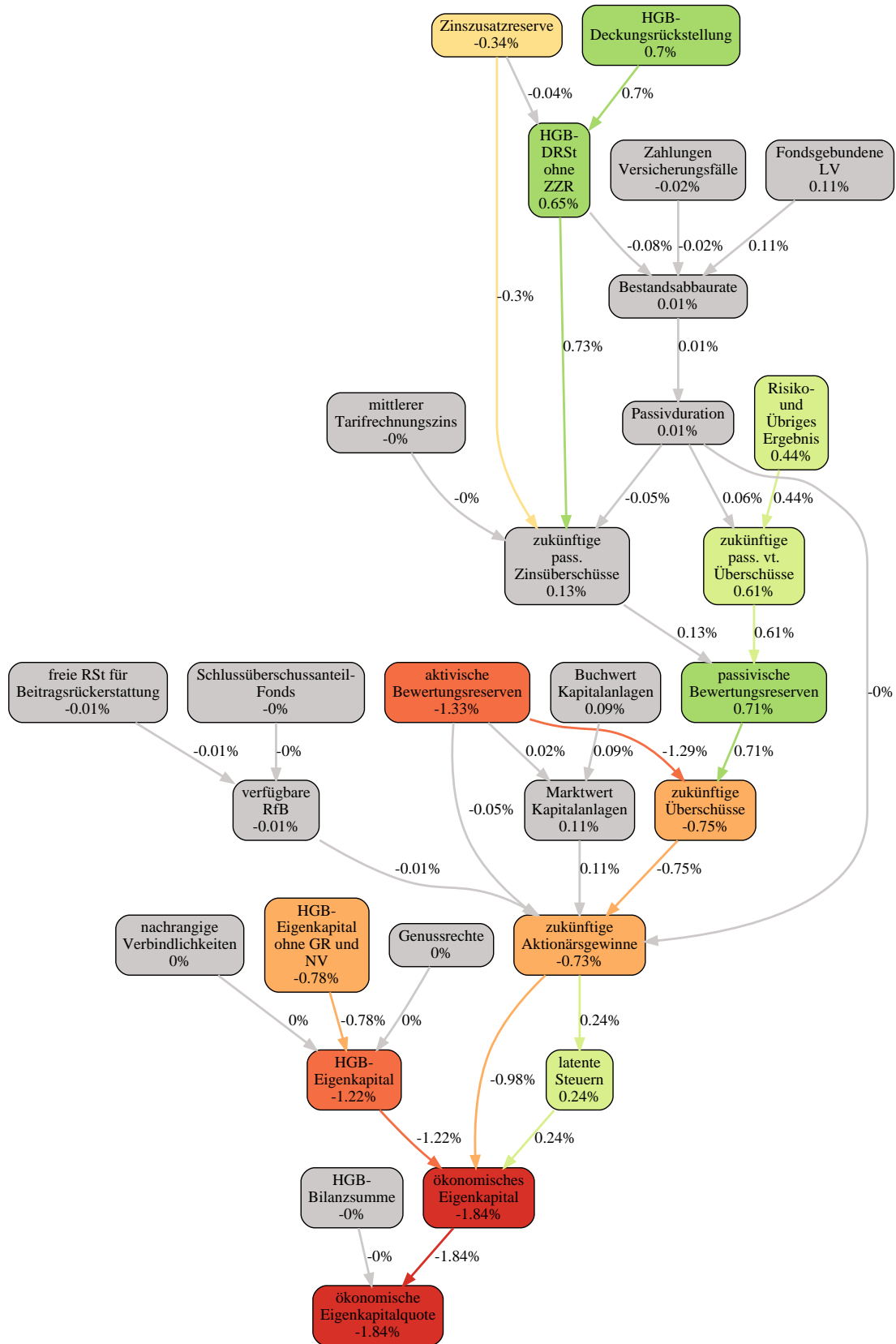
³ Änderung in Prozentpunkten

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.

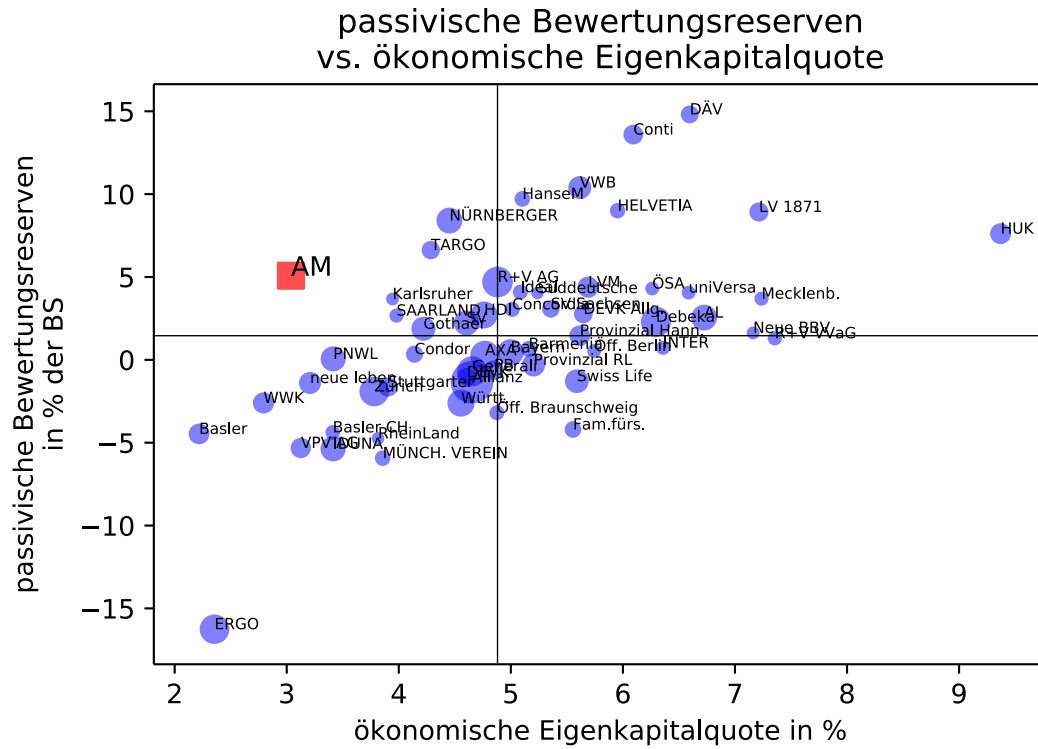
Die Größen "passivische Bewertungsreserven", "HGB-Deckungsrückstellung" und "HGB-DRSt ohne ZZR" wirken stark positiv und sind grün dargestellt. Zudem wird deutlich, welche anderen Größen sie beeinflussen. Hingegen wirken die Größen "aktivische Bewertungsreserven", "HGB-Eigenkapital" und "HGB-Eigenkapital ohne GR und NV" sehr negativ auf die ökonomische Eigenkapitalquote und sind rot eingefärbt. Insgesamt liegt die ökonomische Eigenkapitalquote 1,84%-Punkte unter dem Median des Marktes.

Ursachenanalyse



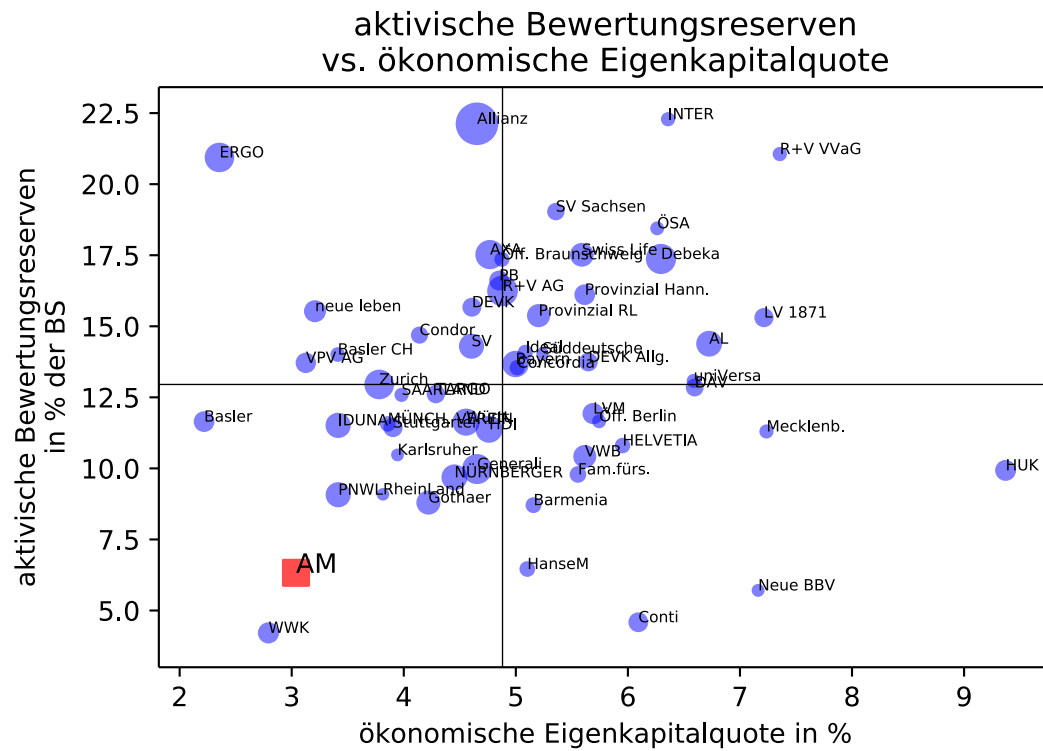
9 Marktvergleich

Die größte Stärke der AachenMünchener Leben ist die Quote der Größe "passivische Bewertungsreserven". Von den 57 Unternehmen liegt die Gesellschaft damit auf Rang 10. Der Wert beträgt 5,08% der HGB-Bilanzsumme. Im Vergleich zum Median des Marktes in Höhe von 1,46% der HGB-Bilanzsumme erhöht dies die ökonomische Eigenkapitalquote um 0,71 Prozentpunkte.



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

Die größte Schwäche der AachenMünchener Leben ist die Quote der Größe "aktive Bewertungsreserven". Von den 57 Unternehmen liegt die Gesellschaft damit auf Rang 54. Der Wert beträgt 6,33% der HGB-Bilanzsumme. Im Vergleich zum Median des Marktes in Höhe von 12,95% der HGB-Bilanzsumme reduziert dies die ökonomische Eigenkapitalquote um 1,33 Prozentpunkte.



Die Korrelation zwischen den dargestellten Größen beträgt im Markt 0,11.

10 Zusammenfassung

Die wesentlichen Ergebnisse bezüglich der Finanzstärke und Risikotragfähigkeit der AachenMünchener 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 1.317 Mio. Euro.
- Die ökonomische Eigenkapitalquote beträgt 3,04%.
- Die Gesellschaft liegt damit auf Platz 54 von 57 deutschen Lebensversicherern.
- Größte Stärke: passivische Bewertungsreserven
- Größte Schwäche: aktivische Bewertungsreserven

Risikotragfähigkeit

- Die Sicherheitsmittelquote beträgt 14,61%.
- Die Gesellschaft liegt damit auf Platz 49 von 57 deutschen Lebensversicherern.
- Die nachhaltige Gesamtverzinsung beträgt 4,65%.

11 Anhang: Die Daten

Nachfolgend ist dargestellt, wie die AachenMünchener Leben 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 ¹	AM	Min.	5% ²	50% ²	95% ²	Max.
aktivische Bewertungsreserven	14	2.743	52	99	905	8.189	46.357
Buchwert Kapitalanlagen	9	26.019	624	780	5.403	42.392	198.411
Direktgutschrift	1	312,79	0,00	0,00	1,96	147,89	312,79
Fondsgebundene LV	1	15.398	0	1	500	7.014	15.398
freie RSt für Beitragsrückerstattu.	11	507	6	18	166	1.071	7.230
Genussrechte	7	0,00	0,00	0,00	0,00	5,05	150,00
Gewinnabführung	3	83,00	0,00	0,00	0,00	71,80	410,00
HGB-Bilanzsumme	6	43.360	720	901	7.115	46.401	209.525
HGB-Deckungsrückstellung	9	24.004	572	696	4.707	38.145	172.624
HGB-Eigenkapital ohne GR und NV	11	400	11	19	129	755	1.598
Jahresüberschuss nach Steuern und.	40	0,00	-4,20	-0,06	1,20	24,88	44,00
Jahresüberschuss vor Steuern und G.	8	51,23	-4,97	-1,56	9,11	73,66	504,75
Kapitalanlage-Aufwendungen	5	148	0	1	21	158	1.290
Kapitalanlage-Erträge	8	1.444	29	37	293	1.867	9.711
mittlerer Tarifrechnungszins	29	3,12%	1,86%	2,51%	3,12%	3,65%	3,78%
nachrangige Verbindlichkeiten	23	0,00	0,00	0,00	0,00	329,52	888,17
Risiko- und Übriges Ergebnis	3	418,81	-44,04	3,11	35,22	409,71	755,08
Rohüberschuss	2	565	-1	2	55	448	2.785
Schlussüberschussanteil-Fonds	10	483	0	14	100	853	3.677
Steuern	57	-31,77	-31,77	-11,47	3,17	31,83	94,75
Zahlungen Versicherungsfälle	5	3.450	56	91	503	3.602	13.507
Zinsaufwand	8	1.150	13	34	212	1.660	6.391
Zinszusatzreserve	11	1.244	5	41	272	2.057	7.941
Zuführung zur RfB	5	201	0	2	34	222	2.178
ZZR-Aufwand	5	439	2	11	76	524	1.978

Angaben in Mio. Euro bzw. in Prozent

¹ bei fallender Sortierung

² Quantil von 57 Versicherern

Output-Variablen

Größe	Rang ¹	AM	Min.	5% ²	50% ²	95% ²	Max.
Bestandsabbaurate	33	9,04%	5,25%	7,02%	9,36%	14,26%	27,30%
Garantie	10	21.803	557	720	4.609	41.173	175.449
Garantien und Optionen	12	13,22	0,00	0,03	3,05	67,35	139,45
HGB-DRSt ohne ZZR	9	22.761	551	652	4.434	36.485	164.683
HGB-DRSt ohne ZZR zzgl. FLV	5	38.159	551	777	5.990	38.483	169.516
HGB-Eigenkapital	16	400	11	24	139	953	1.598
Kapitalergebnis	8	1.297	29	34	257	1.729	8.420
latente Steuern	5	306	-2	4	56	481	2.717
Marktwert Kapitalanlagen	9	28.763	676	857	6.337	50.180	244.768
Marktwert-Bilanzsumme	8	46.104	821	965	7.442	52.569	255.882
nachhaltige Gesamtverzinsung	22	4,65%	2,96%	3,72%	4,51%	5,44%	8,04%
Nettoverzinsung	7	4,98%	3,12%	3,33%	4,28%	5,08%	5,33%
Passivduration	25	10,73	4,07	7,16	10,40	13,41	17,26
passivische Bewertungsreserven	2	2.202	-6.977	-896	32	1.574	2.389
Puffer	6	5.018	58	141	1.160	8.181	46.287
Sicherheitsmittel	7	6.335	89	176	1.373	10.345	56.037
Sicherheitsmittelquote	49	14,61%	6,91%	11,47%	22,08%	29,27%	33,52%
sonstige Aktiva	2	1.943	25	27	218	1.516	6.282
sonstige Passiva	4	2.568	34	54	449	2.588	19.564
verfügbare RfB	11	990	15	39	295	1.800	10.906
Zinsergebnis	5	147	-409	-42	15	175	2.030
zukünftige Aktionärgewinne	5	1.223	-16	15	224	1.924	10.868
zukünftige pass. vt. Überschüsse	4	4.494	-473	32	360	4.514	9.059
zukünftige pass. Zinsüberschüsse	52	-2.292	-11.884	-3.654	-462	-28	22
zukünftige Überschussbeteiligung	5	3.722	34	97	715	5.789	32.664
zukünftige Überschüsse	5	4.945	35	128	954	7.713	43.532
ökonomische Eigenkapitalquote	54	3,04%	2,22%	2,99%	4,88%	7,22%	9,37%
ökonomisches Eigenkapital	11	1.317	31	53	289	2.218	9.750

Angaben in Mio. Euro bzw. in Prozent

¹ bei fallender Sortierung

² Quantil von 57 Versicherern