

# Real Rate

## Finanzstärkeanalyse

**AXA Leben**

**10/2016**



### Wesentliche Ergebnisse

- Der faire Unternehmenswert beträgt 1.993 Mio. Euro.
- Die ökonomische Eigenkapitalquote beträgt 4,85%.
- Die Gesellschaft liegt damit auf Platz 23 von 57 deutschen Lebensversicherern.
- Größte Stärke: zukünftige Aktionärsgewinne
- 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 AXA Leben untersucht. Hierzu wird die handelsrechtliche Bilanz der AXA Leben des Jahres 2015 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 573,56 Mio. Euro.

Aktiva	in Mio. Euro	Passiva	in Mio. Euro
Kapitalanlagen	37.346	HGB-Eigenkapital	574
Fondsgebundene LV	2.611	verfügbare RfB	1.700
Sonst. Aktiva	1.149	Deckungsrückstellung	33.409
		Fondsgebundene LV	2.611
		Sonst. Passiva	2.812
Aktiva	41.107	Passiva	41.107

## 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. 3,54%. Dieser wird mittels der Passivduration von ca. 9,7 auf den nachhaltigen Zins in Höhe von 2,02%, umbewertet. Unter Ansatz der bereits gestellten Zinszusatzreserve in Höhe von 2.149 Mio. Euro führt dies zu passivischen Zins-Bewertungsreserven von -2.470 Mio. Euro. Hinzu kommen passivische Bewertungsreserven aus Biometrie und Kosten in Höhe von 3.783 Mio. Euro. Die passivischen Bewertungsreserven betragen damit insgesamt 1.313 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 6.268 Mio. Euro.

Die Summe aus aktivischen und passivischen Bewertungsreserven beträgt insgesamt 7.582 Mio. Euro. Davon entfallen unter Anwendung der Mindestzuführungsverordnung 1.419 Mio. auf die Aktionärssphäre in Form von zukünftigen Aktionärgewinnen nach Steuern. Dies führt vom HGB-Eigenkapital zum ökonomischen Eigenkapital in der Marktwertbilanz. Die restlichen 6.163 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 3,13 Mio. Euro.

Aktiva	in Mio. Euro	Passiva	in Mio. Euro
Kapitalanlagen	43.615	ök. Eigenkapital	1.993
Fondsgebundene LV	2.611	Puffer	7.862
Sonst. Aktiva	1.149	Garantie	32.096
		Fondsgebundene LV	2.611
		Sonst. Passiva	2.812
<b>Aktiva</b>	<b>47.375</b>	<b>Passiva</b>	<b>47.375</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 4,85%. Sie liegt 0,39%-Punkte über dem Median von 4,46% und damit auf Rang 23 von 57 Lebensversicherern.

Komponente ök. EK	in Mio. Euro	in % der HGB-Bilanzsumme
HGB-Eigenkapital	574	1,40
zukünftige Aktionärgewinne	1.892	4,60
Steuern	-473	-1,15
<b>ökonomisches Eigenkapital</b>	<b>1.993</b>	<b>4,85</b>

Der faire Unternehmenswert der AXA Leben beträgt gemäß der RealRate-Analyse 1.993 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 AXA Leben beträgt 19,13%.

Puffer-Komponente	in Mio. Euro	in % der HGB-Bilanzsumme
verfügbare RfB	1.700	4,14
Überschussbeteiligung	5.689	13,84
Steuern	473	1,15
<b>Puffer</b>	<b>7.862</b>	<b>19,13</b>

## 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 AXA Leben beträgt 23,97%.

Komponente Sicherheitsmittel	in Mio. Euro	in % der HGB-Bilanzsumme
HGB-Eigenkapital	574	1,40
verfügbare RfB	1.700	4,14
zukünftige Überschüsse	7.582	18,44
<b>Sicherheitsmittel</b>	<b>9.855</b>	<b>23,97</b>

Die nachhaltige Gesamtverzinsung, die im Mittel aus der künftigen Überschussbeteiligung finanzierbar ist, beträgt 5,42%. Davon beträgt der mittlere garantierte Rechnungszins 3,54%.

## 7 Die Stärken und Schwächen

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

Die größte Stärke der AXA Leben ist die Quote der Größe "zukünftige Aktionärsgewinne". Von den 57 Unternehmen liegt die Gesellschaft damit auf Rang 13. Der Wert beträgt 4,60% der HGB-Bilanzsumme. Im Vergleich zum Median des Marktes in Höhe von 3,41% der HGB-Bilanzsumme erhöht dies die ökonomische Eigenkapitalquote um 0,90 Prozentpunkte. Die weiteren Stärken sind die Größen "zukünftige Überschüsse" und "Risiko- und Übriges Ergebnis". Die größten Schwächen sind die Größen "HGB-Eigenkapital", "mittlerer Tarifrrechnungs-zins" und "HGB-Eigenkapital ohne GR und NV".

Größe <sup>0</sup>	Rang <sup>1</sup>	AXA	Markt <sup>2</sup>	Effekt <sup>3</sup> ökonomische Eigenkapitalquote
Quote zukünftige Aktionärsgewinne	13	4,60%	3,41%	0,90%
Quote zukünftige Überschüsse	13	18,44%	13,75%	0,89%
Quote Risiko- und Übriges Ergebnis	12	0,95%	0,58%	0,68%
Quote zukünftige pass. vt. Übersch.	18	9,20%	5,77%	0,65%
Quote aktivische Bewertungsreserve.	10	15,25%	11,89%	0,64%
Quote Zinszusatzreserve	1	5,23%	3,16%	0,46%
Quote passivische Bewertungsreserv.	19	3,19%	1,17%	0,38%
Quote HGB-DRSt ohne ZZR	33	76,05%	77,43%	0,04%
Passivduration	40	9,70	10,47	0,03%
Bestandsabbaurate	18	9,75%	8,92%	0,03%
...	...	...	...	...
Quote sonstige Aktiva	39	2,80%	3,32%	-0,00%
Quote sonstige Passiva	20	6,84%	5,37%	0,00%
Quote Schlussüberschussanteil-Fond.	39	1,61%	1,96%	-0,00%
Quote Marktwert Kapitalanlagen	24	106,10%	105,10%	-0,00%
Quote Fondsgebundene LV	22	6,35%	3,21%	-0,01%
Quote zukünftige pass. Zinsübersch.	37	-6,01%	-5,61%	-0,08%
Quote latente Steuern	13	1,15%	0,85%	-0,30%
Quote HGB-Eigenkapital ohne GR und.	34	1,40%	1,72%	-0,32%
mittlerer Tarifrrechnungs-zins	6	3,54%	3,12%	-0,59%
Quote HGB-Eigenkapital	44	1,40%	2,04%	-0,64%

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

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

<sup>2</sup> Median

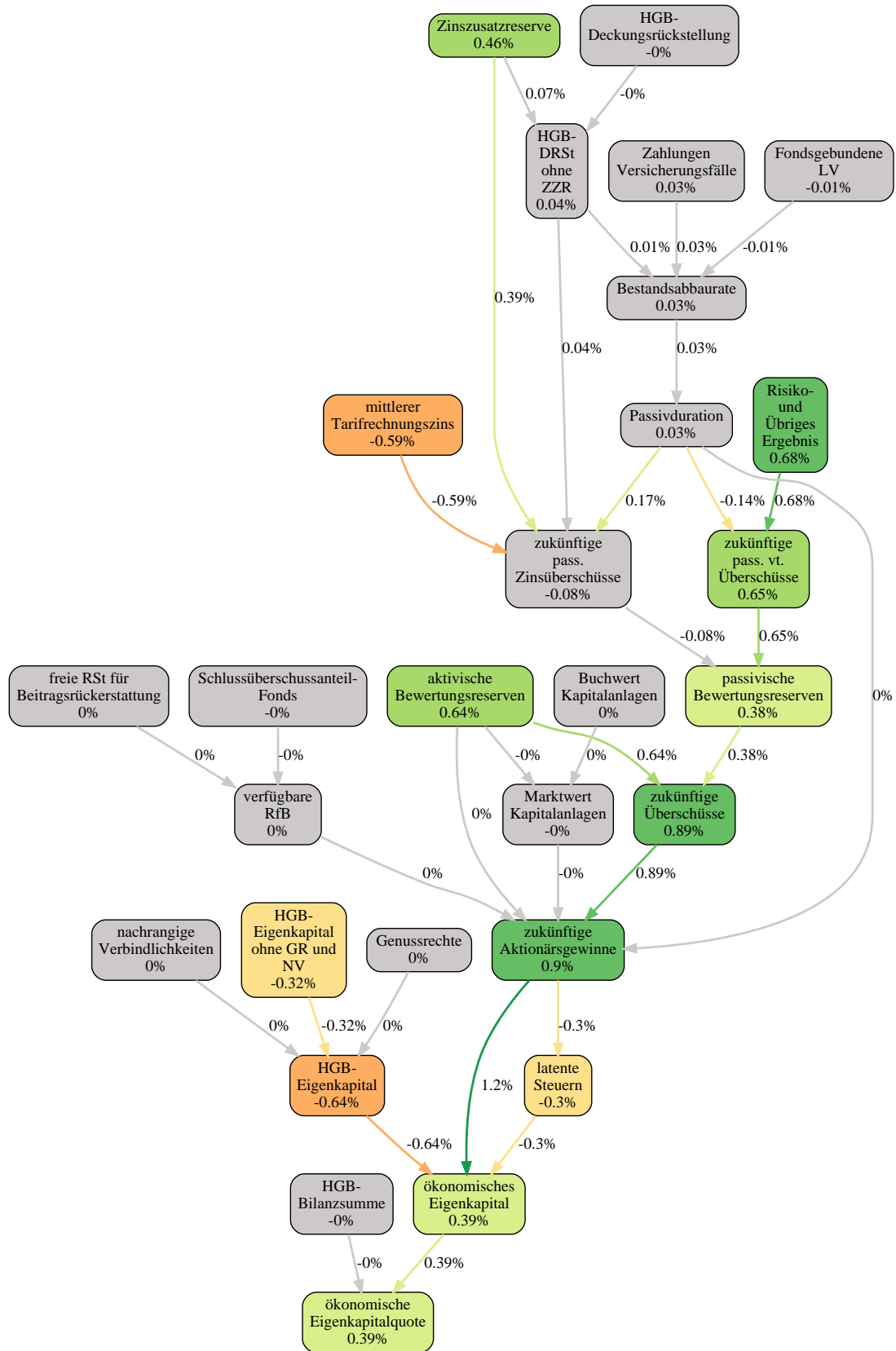
<sup>3</sup> Änderung in Prozentpunkten

## 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 "zukünftige Aktionärgewinne", "zukünftige Überschüsse" und "Risiko- und Übriges Ergebnis" wirken stark positiv und sind grün dargestellt. Zudem wird deutlich, welche anderen Größen sie beeinflussen. Hingegen wirken die Größen "HGB-Eigenkapital", "mittlerer Tarifrechnungszins" und "HGB-Eigenkapital ohne GR und NV" sehr negativ auf die ökonomische Eigenkapitalquote und sind rot eingefärbt. Insgesamt liegt die ökonomische Eigenkapitalquote 0,39%-Punkte über dem Median des Marktes.

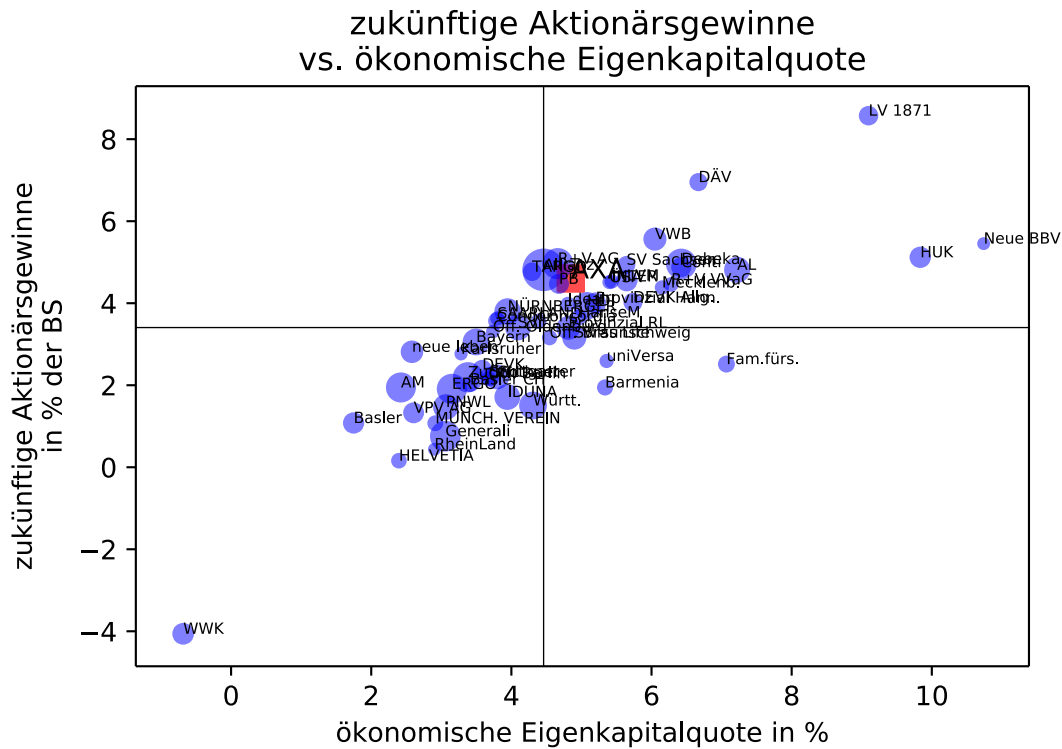
# Ursachenanalyse





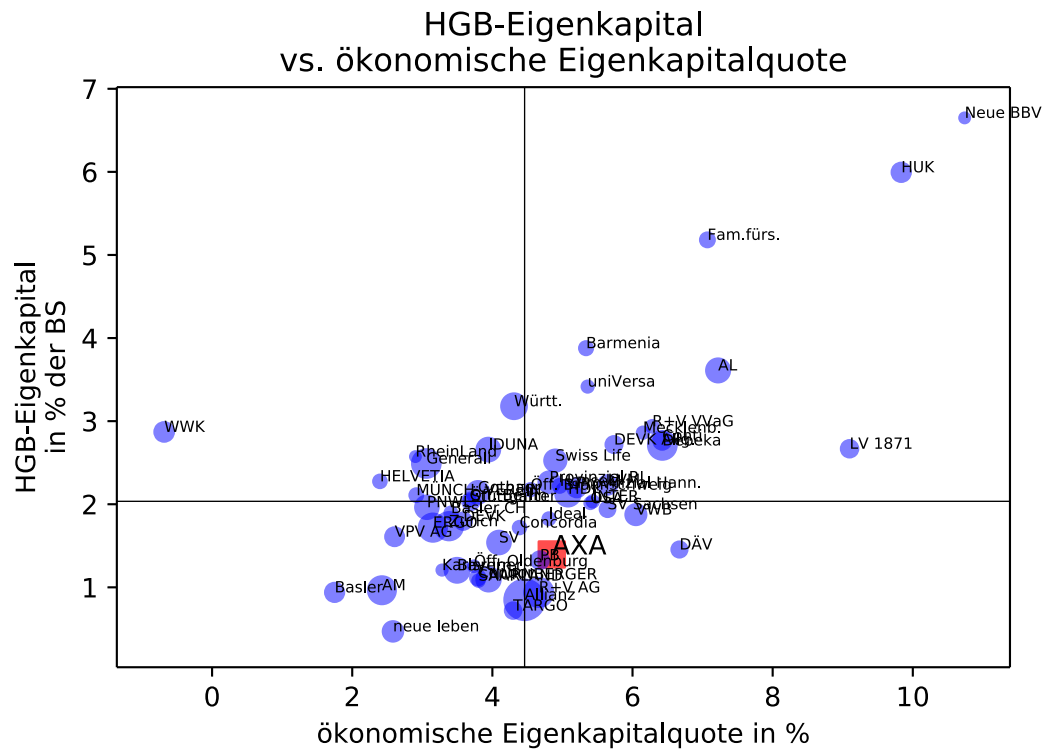
## 9 Marktvergleich

Die größte Stärke der AXA Leben ist die Quote der Größe "zukünftige Aktionärsgewinne". Von den 57 Unternehmen liegt die Gesellschaft damit auf Rang 13. Der Wert beträgt 4,60% der HGB-Bilanzsumme. Im Vergleich zum Median des Marktes in Höhe von 3,41% der HGB-Bilanzsumme erhöht dies die ökonomische Eigenkapitalquote um 0,90 Prozentpunkte.



Die Korrelation zwischen den dargestellten Größen beträgt im Markt 0,79.

Die größte Schwäche der AXA Leben ist die Quote der Größe "HGB-Eigenkapital". Von den 57 Unternehmen liegt die Gesellschaft damit auf Rang 44. Der Wert beträgt 1,40% der HGB-Bilanzsumme. Im Vergleich zum Median des Marktes in Höhe von 2,04% der HGB-Bilanzsumme reduziert dies die ökonomische Eigenkapitalquote um 0,64 Prozentpunkte.



Die Korrelation zwischen den dargestellten Größen beträgt im Markt 0,64.

## 10 Zusammenfassung

Die wesentlichen Ergebnisse bezüglich der Finanzstärke und Risikotragfähigkeit der AXA 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 1.993 Mio. Euro.
- Die ökonomische Eigenkapitalquote beträgt 4,85%.
- Die Gesellschaft liegt damit auf Platz 23 von 57 deutschen Lebensversicherern.
- Größte Stärke: zukünftige Aktionärsgewinne
- Größte Schwäche: HGB-Eigenkapital

### Risikotragfähigkeit

- Die Sicherheitsmittelquote beträgt 23,97%.
- Die Gesellschaft liegt damit auf Platz 20 von 57 deutschen Lebensversicherern.
- Die nachhaltige Gesamtverzinsung beträgt 5,42%.

## 11 Anhang: Die Daten

Nachfolgend ist dargestellt, wie die AXA 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 <sup>1</sup>	AXA	Min.	5% <sup>2</sup>	50% <sup>2</sup>	95% <sup>2</sup>	Max.
aktivische Bewertungsreserven	5	6.268	36	111	777	7.357	37.422
Buchwert Kapitalanlagen	6	37.346	543	999	5.324	41.224	178.901
Direktgutschrift	4	149,45	-0,00	0,00	1,37	149,77	295,24
Fondsgebundene LV	8	2.611	0	1	459	6.782	14.733
freie RSt für Beitragsrückerstattu.	4	1.040	6	17	160	1.067	6.841
Genussrechte	7	0,00	0,00	0,00	0,00	7,51	150,00
Gewinnabführung	2	112,50	0,00	0,00	0,00	35,72	499,00
HGB-Bilanzsumme	8	41.107	786	1.042	6.725	45.593	188.142
HGB-Deckungsrückstellung	6	33.409	494	907	4.599	37.488	163.662
HGB-Eigenkapital ohne GR und NV	6	574	11	19	105	755	1.598
Jahresüberschuss nach Steuern und.	54	-0,00	-0,00	-0,00	1,33	26,00	79,00
Jahresüberschuss vor Steuern und G.	2	172,46	-31,59	0,55	13,26	85,41	655,27
Kapitalanlage-Aufwendungen	8	168	1	2	37	334	1.255
Kapitalanlage-Erträge	2	2.187	32	45	309	2.018	9.490
mittlerer Tarifrechnungszins	6	3,54%	2,01%	2,56%	3,12%	3,63%	3,86%
nachrangige Verbindlichkeiten	20	0,00	0,00	0,00	0,00	249,52	688,07
Risiko- und Übriges Ergebnis	3	389,96	-39,19	2,38	30,22	369,68	617,34
Rohüberschuss	2	586	2	6	69	524	2.339
Schlussüberschussanteil-Fonds	7	660	8	19	112	1.049	3.686
Steuern	2	59,96	-37,59	0,09	6,07	46,89	77,27
Zahlungen Versicherungsfälle	6	3.302	49	83	457	3.579	12.127
Zinsaufwand	3	1.824	11	36	202	1.658	6.513
Zinszusatzreserve	2	2.149	3	25	187	1.530	5.963
Zuführung zur RfB	6	264	0	4	38	305	1.583
ZZR-Aufwand	2	717	1	9	67	538	2.131

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>	AXA	Min.	5% <sup>2</sup>	50% <sup>2</sup>	95% <sup>2</sup>	Max.
Bestandsabbaurate	18	9,75%	5,12%	6,84%	8,92%	13,42%	16,22%
Garantie	6	32.096	352	898	4.717	38.797	164.764
Garantien und Optionen	33	3,13	0,00	0,03	4,59	80,86	257,18
HGB-DRSt ohne ZZR	6	31.260	492	874	4.376	36.352	157.699
HGB-DRSt ohne ZZR zzgl. FLV	8	33.872	656	890	5.757	38.185	162.248
HGB-Eigenkapital	9	574	11	19	132	976	1.598
Kapitalergebnis	2	2.020	27	43	239	1.824	8.235
latente Steuern	4	473	-49	5	56	491	2.264
Marktwert Kapitalanlagen	6	43.615	579	1.109	6.049	48.600	216.323
Marktwert-Bilanzsumme	7	47.375	851	1.153	7.120	51.056	225.565
nachhaltige Gesamtverzinsung	4	5,42%	3,09%	3,70%	4,37%	5,43%	7,36%
Nettoverzinsung	2	5,41%	3,43%	3,66%	4,43%	5,36%	6,63%
Passivduration	40	9,70	6,25	7,37	10,47	13,10	16,65
passivische Bewertungsreserven	7	1.313	-4.469	-1.112	27	1.559	2.348
Puffer	4	7.862	60	131	1.101	8.365	40.053
Sicherheitsmittel	4	9.855	83	172	1.302	10.414	48.445
Sicherheitsmittelquote	20	23,97%	3,51%	10,47%	20,09%	29,84%	41,86%
sonstige Aktiva	8	1.149	26	32	239	1.712	4.692
sonstige Passiva	3	2.812	20	48	471	2.594	7.807
verfügbare RfB	4	1.700	19	41	290	1.856	10.526
Zinsergebnis	8	196	-149	-5	19	299	1.722
zukünftige Aktionärsgewinne	4	1.892	-392	20	223	1.966	9.057
zukünftige pass. vt. Überschüsse	4	3.783	-290	25	298	3.790	7.510
zukünftige pass. Zinsüberschüsse	53	-2.470	-8.612	-2.805	-381	-22	36
zukünftige Überschussbeteiligung	4	5.689	34	84	669	5.913	27.263
zukünftige Überschüsse	4	7.582	-209	93	892	7.879	36.320
ökonomische Eigenkapitalquote	23	4,85%	-0,68%	2,42%	4,46%	7,60%	10,74%
ökonomisches Eigenkapital	4	1.993	-66	38	284	2.049	8.391

Angaben in Mio. Euro bzw. in Prozent

<sup>1</sup> bei fallender Sortierung

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