

Real Rate

Finanzstärkeanalyse

Zurich Deutscher Herold Leben

10/2017



Wesentliche Ergebnisse

- Der faire Unternehmenswert beträgt 1.647 Mio. Euro.
- Die ökonomische Eigenkapitalquote beträgt 3,78%.
- Die Gesellschaft liegt damit auf Platz 48 von 57 deutschen Lebensversicherern.
- Größte Stärke: HGB-Deckungsrückstellung
- Größte Schwäche: zukünftige Überschüsse

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 Zurich Deutscher Herold Leben untersucht. Hierzu wird die handelsrechtliche Bilanz der Zurich Deutscher Herold 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 747,87 Mio. Euro.

Aktiva	in Mio. Euro	Passiva	in Mio. Euro
Kapitalanlagen	29.039	HGB-Eigenkapital	748
Fondsgebundene LV	13.053	verfügbare RfB	1.146
Sonst. Aktiva	1.456	Deckungsrückstellung	26.810
		Fondsgebundene LV	13.053
		Sonst. Passiva	1.792
Aktiva	43.548	Passiva	43.548

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. 3,34%. Dieser wird mittels der Passivduration von ca. 9,0 auf den nachhaltigen Zins in Höhe von 1,68%, umbewertet. Unter Ansatz der bereits gestellten Zinszusatzreserve in Höhe von 1.508 Mio. Euro führt dies zu passivischen Zins-Bewertungsreserven von -2.257 Mio. Euro. Hinzu kommen passivische Bewertungsreserven aus Biometrie und Kosten in Höhe von 1.425 Mio. Euro. Die passivischen Bewertungsreserven betragen damit insgesamt -831,87 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 5.641 Mio. Euro.

Die Summe aus aktivischen und passivischen Bewertungsreserven beträgt insgesamt 4.809 Mio. Euro. Davon entfallen unter Anwendung der Mindestzuführungsverordnung 898,66 Mio. auf die Aktionärssphäre in Form von zukünftigen Aktionärgewinnen nach Steuern. Dies führt vom HGB-Eigenkapital zum ökonomischen Eigenkapital in der Marktwertbilanz. Die restlichen 3.910 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 4,00 Mio. Euro.

Aktiva	in Mio. Euro	Passiva	in Mio. Euro
Kapitalanlagen	34.679	ök. Eigenkapital	1.647
Fondsgebundene LV	13.053	Puffer	5.056
Sonst. Aktiva	1.456	Garantie	27.642
		Fondsgebundene LV	13.053
		Sonst. Passiva	1.792
Aktiva	49.189	Passiva	49.189

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 3,78%. Sie liegt 1,10%-Punkte unter dem Median von 4,88% und damit auf Rang 48 von 57 Lebensversicherern.

Komponente ök. EK	in Mio. Euro	in % der HGB-Bilanzsumme
HGB-Eigenkapital	748	1,72
zukünftige Aktionärgewinne	1.198	2,75
Steuern	-300	-0,69
ökonomisches Eigenkapital	1.647	3,78

Der faire Unternehmenswert der Zurich Deutscher Herold Leben beträgt gemäß der RealRate-Analyse 1.647 Mio. Euro. Diesen Wert vergleichen wir mit der Angabe aus dem veröffentlichten Solvency and Financial Condition Report der Zurich Deutscher Herold Leben: Die Basiseigenmittel - ohne Ansatz der Übergangsmaßnahme und der Volatilitätsanpassung - betragen dort 1.922 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 Zurich Deutscher Herold Leben beträgt 11,61%.

Puffer-Komponente	in Mio. Euro	in % der HGB-Bilanzsumme
verfügbare RfB	1.146	2,63
Überschussbeteiligung	3.611	8,29
Steuern	300	0,69
Puffer	5.056	11,61

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 Zurich Deutscher Herold Leben beträgt 15,39%.

Komponente Sicherheitsmittel	in Mio. Euro	in % der HGB-Bilanzsumme
HGB-Eigenkapital	748	1,72
verfügbare RfB	1.146	2,63
zukünftige Überschüsse	4.809	11,04
Sicherheitsmittel	6.703	15,39

Die nachhaltige Gesamtverzinsung, die im Mittel aus der künftigen Überschussbeteiligung finanzierbar ist, beträgt 4,93%. Davon beträgt der mittlere garantierte Rechnungszins 3,34%.

7 Die Stärken und Schwächen

Die relativen Stärken und Schwächen der Zurich Deutscher Herold 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 Zurich Deutscher Herold Leben zum anderen stark vom Markt abweicht.

Die größte Stärke der Zurich Deutscher Herold Leben ist die Quote der Größe "HGB-Deckungsrückstellung". Von den 57 Unternehmen liegt die Gesellschaft damit auf Rang 54. Der Wert beträgt 61,56% der HGB-Bilanzsumme. Im Vergleich zum Median des Marktes in Höhe von 81,27% der HGB-Bilanzsumme erhöht dies die ökonomische Eigenkapitalquote um 0,77 Prozentpunkte. Die weiteren Stärken sind die Größen "HGB-DRSt ohne ZZR" und "latente Steuern". Die größten Schwächen sind die Größen "zukünftige Überschüsse", "zukünftige Aktionärgewinne" und "zukünftige pass. vt. Überschüsse".

Größe ⁰	Rang ¹	Zurich	Markt ²	Effekt ³ ökonomische Eigenkapitalquote
Quote HGB-Deckungsrückstellung	54	61,56%	81,27%	0,77%
Quote HGB-DRSt ohne ZZR	53	58,10%	76,52%	0,72%
Quote latente Steuern	41	0,69%	0,95%	0,26%
Quote Zahlungen Versicherungsfälle	8	9,76%	7,54%	0,21%
Passivduration	48	8,96	10,40	0,17%
Quote zukünftige pass. Zinsübersch.	20	-5,18%	-5,96%	0,15%
Bestandsabbaurate	10	11,08%	9,36%	0,15%
Quote Buchwert Kapitalanlagen	54	66,68%	93,01%	0,02%
Quote Marktwert Kapitalanlagen	52	79,63%	105,14%	0,02%
Quote HGB-Eigenkapital ohne GR und.	28	1,72%	1,70%	0,01%
...
Quote freie RSt für Beitragsrücker.	55	0,82%	2,25%	-0,00%
mittlerer Tarifrrechnungs zins	12	3,34%	3,12%	-0,21%
Quote Zinszusatzreserve	44	3,46%	4,40%	-0,21%
Quote Fondsgebundene LV	4	29,97%	3,93%	-0,28%
Quote HGB-Eigenkapital	40	1,72%	2,14%	-0,42%
Quote passivische Bewertungsreserv.	46	-1,91%	1,46%	-0,64%
Quote Risiko- und Übriges Ergebnis	46	0,37%	0,76%	-0,67%
Quote zukünftige pass. vt. Übersch.	46	3,27%	7,23%	-0,75%
Quote zukünftige Aktionärgewinne	41	2,75%	3,80%	-0,78%
Quote zukünftige Überschüsse	41	11,04%	15,26%	-0,80%

⁰ Quote bezogen auf HGB-Bilanzsumme

¹ von 57 Versicherern bei fallender Sortierung

² Median

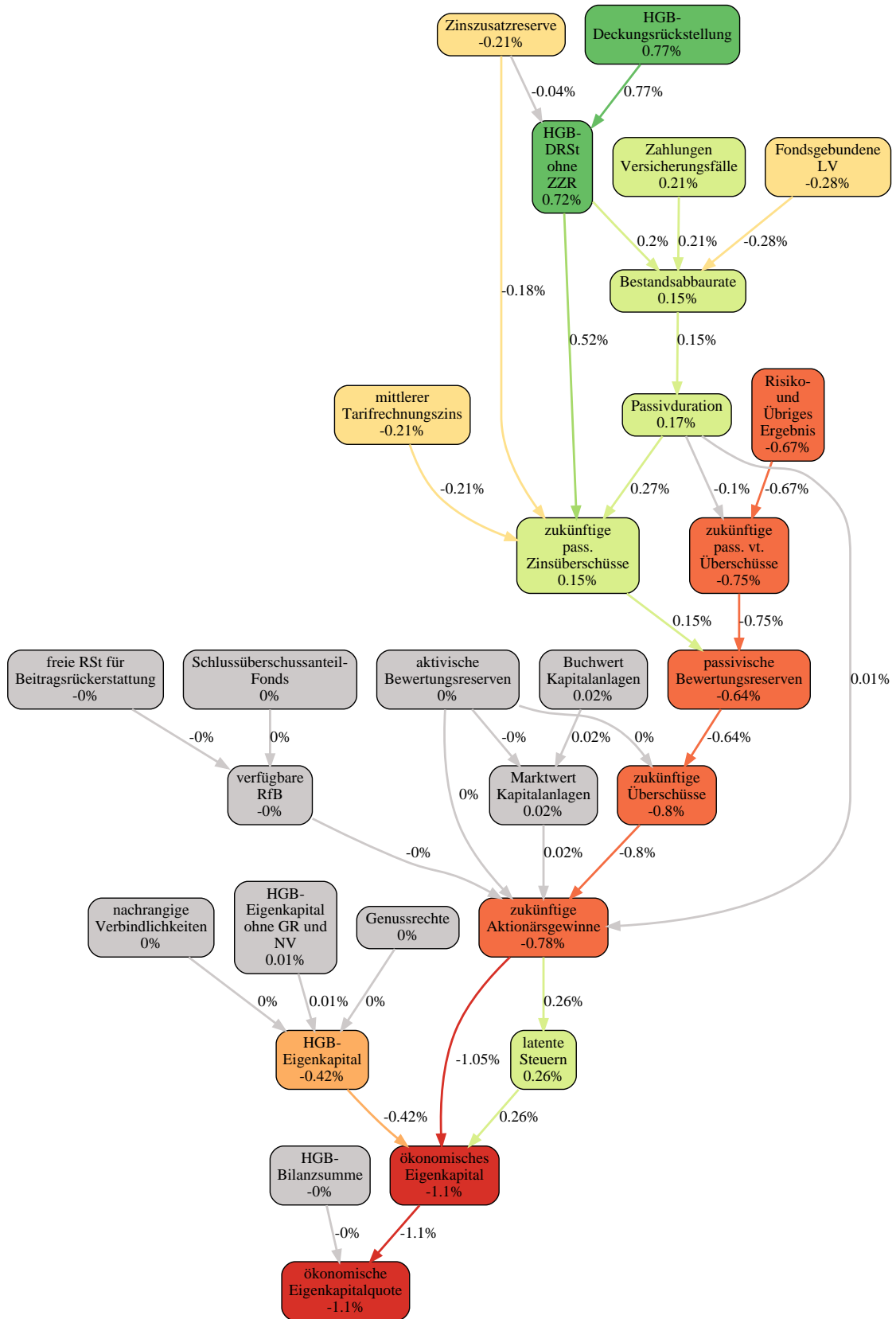
³ Änderung in Prozentpunkten

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.

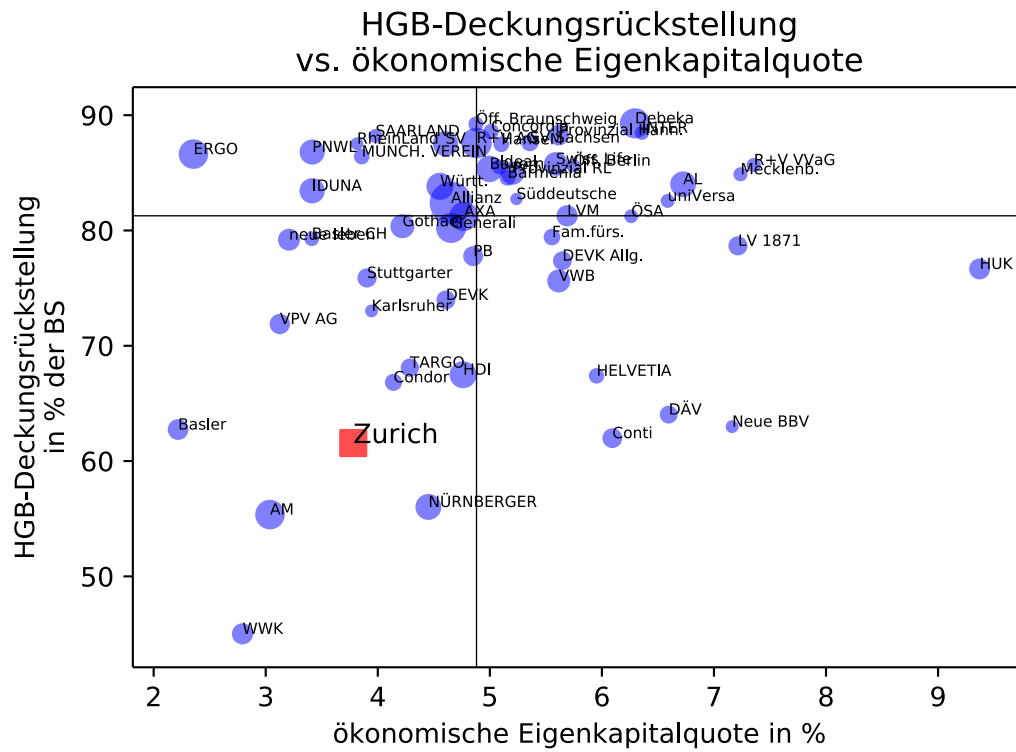
Die Größen "HGB-Deckungsrückstellung", "HGB-DRSt ohne ZZR" und "latente Steuern" wirken stark positiv und sind grün dargestellt. Zudem wird deutlich, welche anderen Größen sie beeinflussen. Hingegen wirken die Größen "zukünftige Überschüsse", "zukünftige Aktionärgewinne" und "zukünftige pass. vt. Überschüsse" sehr negativ auf die ökonomische Eigenkapitalquote und sind rot eingefärbt. Insgesamt liegt die ökonomische Eigenkapitalquote 1,10%-Punkte unter dem Median des Marktes.

Ursachenanalyse



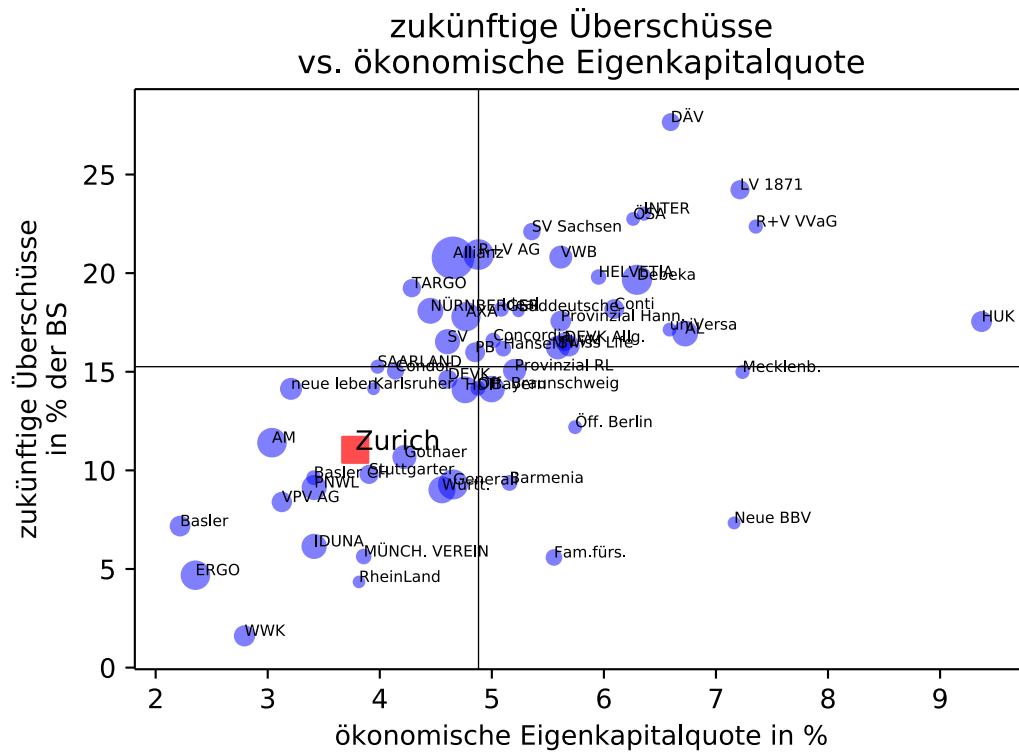
9 Marktvergleich

Die größte Stärke der Zurich Deutscher Herold Leben ist die Quote der Größe "HGB-Deckungsrückstellung". Von den 57 Unternehmen liegt die Gesellschaft damit auf Rang 54. Der Wert beträgt 61,56% der HGB-Bilanzsumme. Im Vergleich zum Median des Marktes in Höhe von 81,27% der HGB-Bilanzsumme erhöht dies die ökonomische Eigenkapitalquote um 0,77 Prozentpunkte.



Die Korrelation zwischen den dargestellten Größen beträgt im Markt 0,21.

Die größte Schwäche der Zurich Deutscher Herold Leben ist die Quote der Größe "zukünftige Überschüsse". Von den 57 Unternehmen liegt die Gesellschaft damit auf Rang 41. Der Wert beträgt 11,04% der HGB-Bilanzsumme. Im Vergleich zum Median des Marktes in Höhe von 15,26% der HGB-Bilanzsumme reduziert dies die ökonomische Eigenkapitalquote um 0,80 Prozentpunkte.



Die Korrelation zwischen den dargestellten Größen beträgt im Markt 0,60.

10 Zusammenfassung

Die wesentlichen Ergebnisse bezüglich der Finanzstärke und Risikotragfähigkeit der Zurich Deutscher Herold 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 1.647 Mio. Euro.
- Die ökonomische Eigenkapitalquote beträgt 3,78%.
- Die Gesellschaft liegt damit auf Platz 48 von 57 deutschen Lebensversicherern.
- Größte Stärke: HGB-Deckungsrückstellung
- Größte Schwäche: zukünftige Überschüsse

Risikotragfähigkeit

- Die Sicherheitsmittelquote beträgt 15,39%.
- Die Gesellschaft liegt damit auf Platz 45 von 57 deutschen Lebensversicherern.
- Die nachhaltige Gesamtverzinsung beträgt 4,93%.

11 Anhang: Die Daten

Nachfolgend ist dargestellt, wie die Zurich Deutscher Herold 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	Zurich	Min.	5% ²	50% ²	95% ²	Max.
aktivische Bewertungsreserven	6	5.641	52	99	905	8.189	46.357
Buchwert Kapitalanlagen	7	29.039	624	780	5.403	42.392	198.411
Direktgutschrift	3	151,42	0,00	0,00	1,96	147,89	312,79
Fondsgebundene LV	2	13.053	0	1	500	7.014	15.398
freie RSt für Beitragsrückerstattu.	14	357	6	18	166	1.071	7.230
Genussrechte	7	0,00	0,00	0,00	0,00	5,05	150,00
Gewinnabführung	4	69,00	0,00	0,00	0,00	71,80	410,00
HGB-Bilanzsumme	5	43.548	720	901	7.115	46.401	209.525
HGB-Deckungsrückstellung	7	26.810	572	696	4.707	38.145	172.624
HGB-Eigenkapital ohne GR und NV	4	748	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.	2	125,64	-4,97	-1,56	9,11	73,66	504,75
Kapitalanlage-Aufwendungen	9	118	0	1	21	158	1.290
Kapitalanlage-Erträge	6	1.666	29	37	293	1.867	9.711
mittlerer Tarifrechnungszins	12	3,34%	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	11	159,15	-44,04	3,11	35,22	409,71	755,08
Rohüberschuss	4	434	-1	2	55	448	2.785
Schlussüberschussanteil-Fonds	5	789	0	14	100	853	3.677
Steuern	2	56,64	-31,77	-11,47	3,17	31,83	94,75
Zahlungen Versicherungsfälle	2	4.250	56	91	503	3.602	13.507
Zinsaufwand	7	1.274	13	34	212	1.660	6.391
Zinszusatzreserve	7	1.508	5	41	272	2.057	7.941
Zuführung zur RfB	8	157	0	2	34	222	2.178
ZZR-Aufwand	6	429	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	Zurich	Min.	5% ²	50% ²	95% ²	Max.
Bestandsabbaurate	10	11,08%	5,25%	7,02%	9,36%	14,26%	27,30%
Garantie	7	27.642	557	720	4.609	41.173	175.449
Garantien und Optionen	25	4,00	0,00	0,03	3,05	67,35	139,45
HGB-DRSt ohne ZZR	7	25.301	551	652	4.434	36.485	164.683
HGB-DRSt ohne ZZR zzgl. FLV	4	38.355	551	777	5.990	38.483	169.516
HGB-Eigenkapital	6	748	11	24	139	953	1.598
Kapitalergebnis	6	1.549	29	34	257	1.729	8.420
latente Steuern	6	300	-2	4	56	481	2.717
Marktwert Kapitalanlagen	7	34.679	676	857	6.337	50.180	244.768
Marktwert-Bilanzsumme	6	49.189	821	965	7.442	52.569	255.882
nachhaltige Gesamtverzinsung	13	4,93%	2,96%	3,72%	4,51%	5,44%	8,04%
Nettoverzinsung	1	5,33%	3,12%	3,33%	4,28%	5,08%	5,33%
Passivduration	48	8,96	4,07	7,16	10,40	13,41	17,26
passivische Bewertungsreserven	54	-832	-6.977	-896	32	1.574	2.389
Puffer	5	5.056	58	141	1.160	8.181	46.287
Sicherheitsmittel	6	6.703	89	176	1.373	10.345	56.037
Sicherheitsmittelquote	45	15,39%	6,91%	11,47%	22,08%	29,27%	33,52%
sonstige Aktiva	4	1.456	25	27	218	1.516	6.282
sonstige Passiva	7	1.792	34	54	449	2.588	19.564
verfügbare RfB	9	1.146	15	39	295	1.800	10.906
Zinsergebnis	3	275	-409	-42	15	175	2.030
zukünftige Aktionärgewinne	6	1.198	-16	15	224	1.924	10.868
zukünftige pass. vt. Überschüsse	12	1.425	-473	32	360	4.514	9.059
zukünftige pass. Zinsüberschüsse	51	-2.257	-11.884	-3.654	-462	-28	22
zukünftige Überschussbeteiligung	6	3.611	34	97	715	5.789	32.664
zukünftige Überschüsse	6	4.809	35	128	954	7.713	43.532
ökonomische Eigenkapitalquote	48	3,78%	2,22%	2,99%	4,88%	7,22%	9,37%
ökonomisches Eigenkapital	6	1.647	31	53	289	2.218	9.750

Angaben in Mio. Euro bzw. in Prozent

¹ bei fallender Sortierung

² Quantil von 57 Versicherern