

Real Rate

Finanzstärkeanalyse

Zurich Deutscher Herold Leben

10/2018



Wesentliche Ergebnisse

- Der faire Unternehmenswert beträgt 1.891 Mio. Euro.
- Die ökonomische Eigenkapitalquote beträgt 4,24%.
- Die Gesellschaft liegt damit auf Platz 46 von 58 deutschen Lebensversicherern.
- Größte Stärke: HGB-Deckungsrückstellung
- 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 Zurich Deutscher Herold Leben untersucht. Hierzu wird die handelsrechtliche Bilanz der Zurich Deutscher Herold 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 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 Anhangangaben 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	29.382	HGB-Eigenkapital	748
Fondsgebundene LV	13.888	verfügbare RfB	1.154
Sonst. Aktiva	1.371	Deckungsrückstellung	27.129
		Fondsgebundene LV	13.888
		Sonst. Passiva	1.722
Aktiva	44.641	Passiva	44.641

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. 10,8 auf den nachhaltigen Zins in Höhe von 1,90%, umbewertet. Unter Ansatz der bereits gestellten Zinszusatzreserve in Höhe von 2.062 Mio. Euro führt dies zu passivischen Zins-Bewertungsreserven von -1.220 Mio. Euro. Hinzu kommen passivische Bewertungsreserven aus Biometrie und Kosten in Höhe von 2.645 Mio. Euro. Die passivischen Bewertungsreserven betragen damit insgesamt 1.425 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 4.693 Mio. Euro.

Die Summe aus aktivischen und passivischen Bewertungsreserven beträgt insgesamt 6.118 Mio. Euro. Davon entfallen unter Anwendung der Mindestzuführungsverordnung 1.144 Mio. auf die Aktionärssphäre in Form von zukünftigen Aktionärgewinnen nach Steuern. Dies führt vom HGB-Eigenkapital zum ökonomischen Eigenkapital in der Marktwertbilanz. Die restlichen 4.974 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 4,75 Mio. Euro.

Aktiva	in Mio. Euro	Passiva	in Mio. Euro
Kapitalanlagen	34.075	ök. Eigenkapital	1.891
Fondsgebundene LV	13.888	Puffer	6.129
Sonst. Aktiva	1.371	Garantie	25.704
		Fondsgebundene LV	13.888
		Sonst. Passiva	1.722
Aktiva	49.334	Passiva	49.334

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 4,24%. Sie liegt 0,86%-Punkte unter dem Median von 5,10% und damit auf Rang 46 von 58 Lebensversicherern.

Komponente ök. EK	in Mio. Euro	in % der HGB-Bilanzsumme
HGB-Eigenkapital	748	1,68
zukünftige Aktionärgewinne	1.525	3,42
Steuern	-381	-0,85
ökonomisches Eigenkapital	1.891	4,24

Der faire Unternehmenswert der Zurich Deutscher Herold Leben beträgt gemäß der RealRate-Analyse 1.891 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 2.349 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 13,73%.

Puffer-Komponente	in Mio. Euro	in % der HGB-Bilanzsumme
verfügbare RfB	1.154	2,59
Überschussbeteiligung	4.593	10,29
Steuern	381	0,85
Puffer	6.129	13,73

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 17,97%.

Komponente Sicherheitsmittel	in Mio. Euro	in % der HGB-Bilanzsumme
HGB-Eigenkapital	748	1,68
verfügbare RfB	1.154	2,59
zukünftige Überschüsse	6.118	13,70
Sicherheitsmittel	8.020	17,97

Die nachhaltige Gesamtverzinsung, die im Mittel aus der künftigen Überschussbeteiligung finanzierbar ist, beträgt 4,82%. Davon beträgt der mittlere garantierte Rechnungszins 3,12%.

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 58 Unternehmen liegt die Gesellschaft damit auf Rang 54. Der Wert beträgt 60,77% der HGB-Bilanzsumme. Im Vergleich zum Median des Marktes in Höhe von 82,01% der HGB-Bilanzsumme erhöht dies die ökonomische Eigenkapitalquote um 0,59 Prozentpunkte. Die weiteren Stärken sind die Größen "HGB-DRSt ohne ZZR" und "latente Steuern". Die größten Schwächen sind die Größen "HGB-Eigenkapital", "zukünftige Überschüsse" und "zukünftige pass. vt. Überschüsse".

Größe ⁰	Rang ¹	Zurich	Markt ²	Effekt ³ ökonomische Eigenkapitalquote
Quote HGB-Deckungsrückstellung	54	60,77%	82,01%	0,59%
Quote HGB-DRSt ohne ZZR	53	56,15%	74,79%	0,52%
Quote latente Steuern	39	0,85%	0,98%	0,13%
Quote zukünftige pass. Zinsübersch.	25	-2,73%	-3,10%	0,07%
Quote Zahlungen Versicherungsfälle	11	7,63%	6,60%	0,04%
Quote Buchwert Kapitalanlagen	54	65,82%	92,31%	0,03%
Quote Marktwert Kapitalanlagen	52	76,33%	102,44%	0,03%
Passivduration	41	10,78	11,45	0,02%
Bestandsabbaurate	18	8,75%	8,15%	0,02%
Quote Schlussüberschussanteil-Fond.	24	1,71%	1,55%	0,00%
...
Quote HGB-Eigenkapital ohne GR und.	33	1,68%	1,74%	-0,07%
Quote Fondsgebundene LV	5	31,11%	4,58%	-0,08%
mittlerer Tarifrrechnungszins	19	3,12%	3,03%	-0,11%
Quote Zinszusatzreserve	44	4,62%	5,73%	-0,24%
Quote passivische Bewertungsreserv.	39	3,19%	4,62%	-0,27%
Quote Risiko- und Übriges Ergebnis	37	0,55%	0,69%	-0,29%
Quote zukünftige Aktionärgewinne	39	3,42%	3,94%	-0,39%
Quote zukünftige pass. vt. Übersch.	37	5,93%	8,02%	-0,40%
Quote zukünftige Überschüsse	40	13,70%	15,92%	-0,42%
Quote HGB-Eigenkapital	44	1,68%	2,32%	-0,65%

⁰ Quote bezogen auf HGB-Bilanzsumme

¹ von 58 Versicherern bei fallender Sortierung

² Median

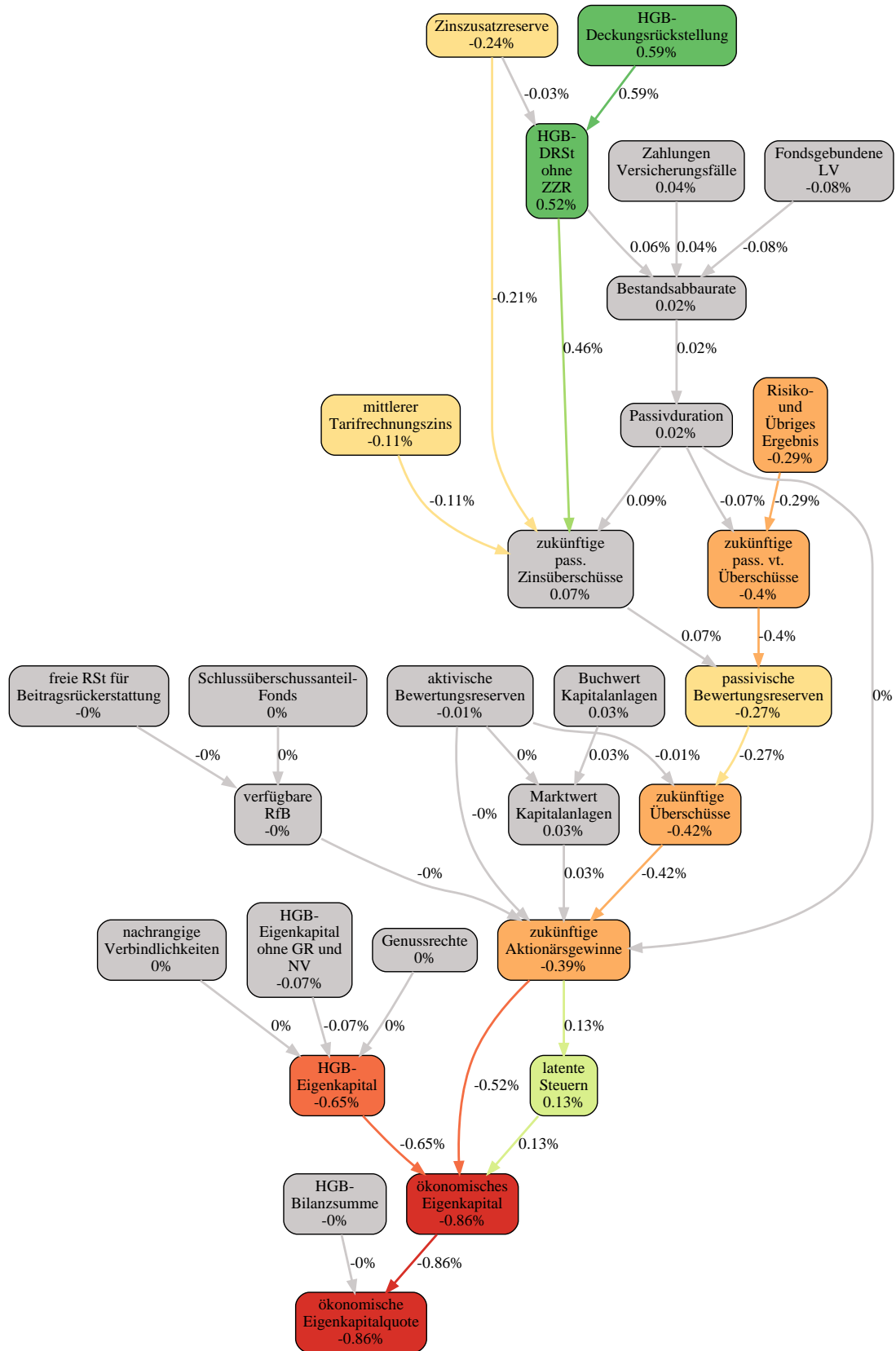
³ Änderung in Prozentpunkten

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.

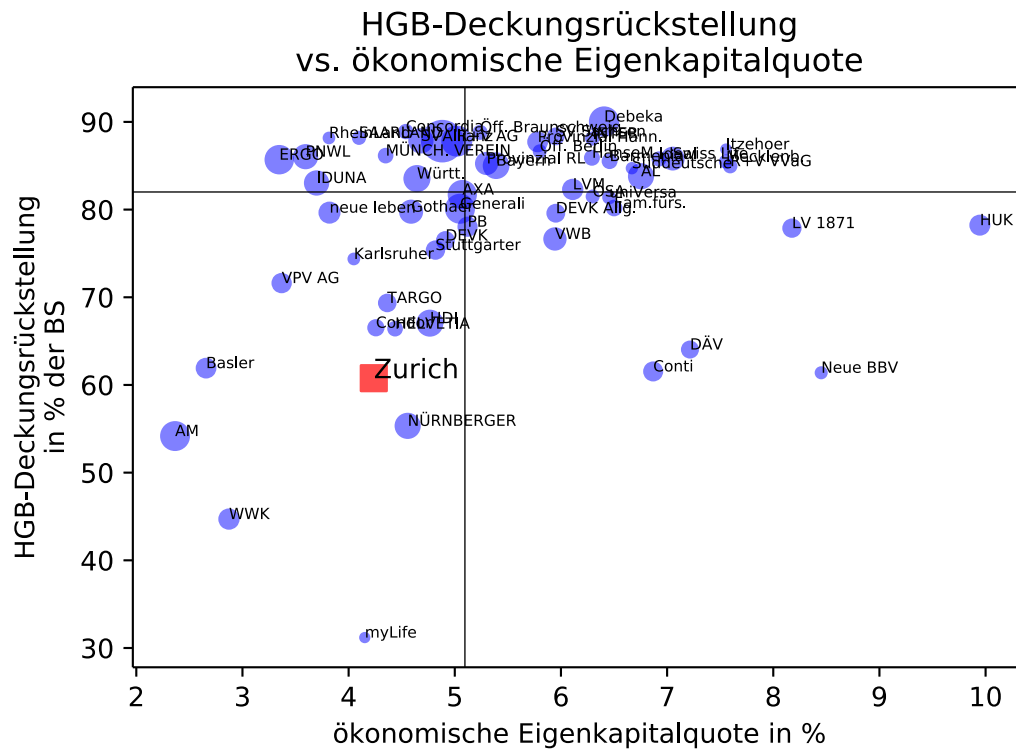
Die Größen "HGB-Deckungsrückstellung", "HGB-DRSt ohne ZZR" und "latente Steuern" wirken stark positiv und sind grün dargestellt. Zudem wird deutlich, welche anderen Größen sie beeinflussen. Hingegen wirken die Größen "HGB-Eigenkapital", "zukünftige Überschüsse" und "zukünftige pass. vt. Überschüsse" sehr negativ auf die ökonomische Eigenkapitalquote und sind rot eingefärbt. Insgesamt liegt die ökonomische Eigenkapitalquote 0,86%-Punkte unter dem Median des Marktes.

Ursachenanalyse



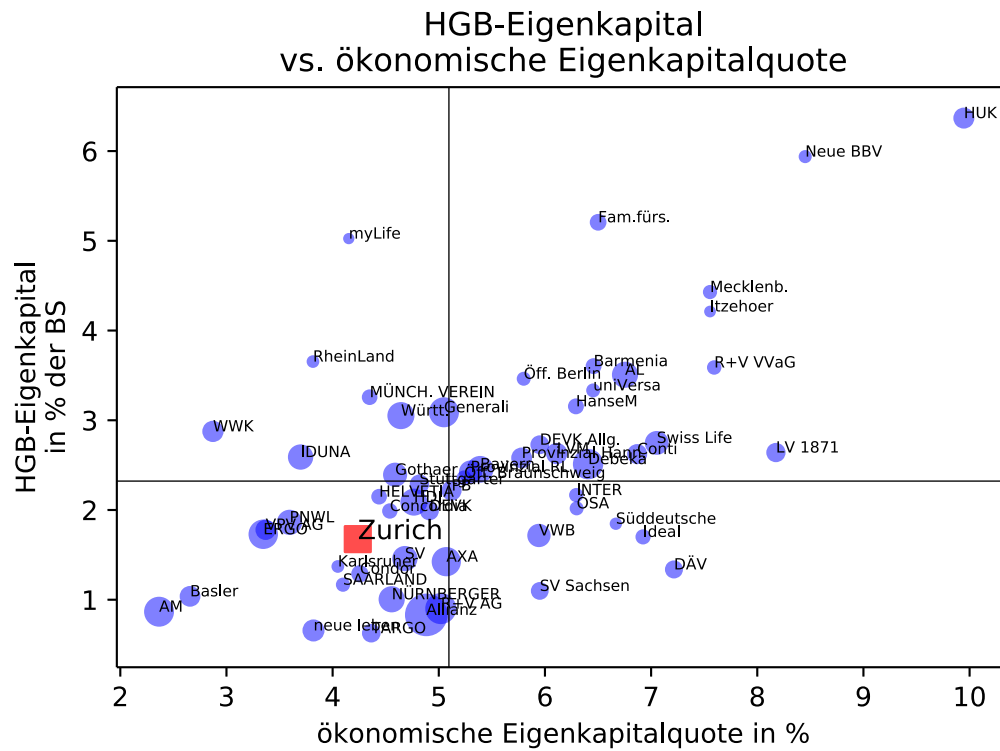
9 Marktvergleich

Die größte Stärke der Zurich Deutscher Herold Leben ist die Quote der Größe "HGB-Deckungsrückstellung". Von den 58 Unternehmen liegt die Gesellschaft damit auf Rang 54. Der Wert beträgt 60,77% der HGB-Bilanzsumme. Im Vergleich zum Median des Marktes in Höhe von 82,01% der HGB-Bilanzsumme erhöht dies die ökonomische Eigenkapitalquote um 0,59 Prozentpunkte.



Die Korrelation zwischen den dargestellten Größen beträgt im Markt 0,28.

Die größte Schwäche der Zurich Deutscher Herold Leben ist die Quote der Größe "HGB-Eigenkapital". Von den 58 Unternehmen liegt die Gesellschaft damit auf Rang 44. Der Wert beträgt 1,68% der HGB-Bilanzsumme. Im Vergleich zum Median des Marktes in Höhe von 2,32% der HGB-Bilanzsumme reduziert dies die ökonomische Eigenkapitalquote um 0,65 Prozentpunkte.



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

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 1.891 Mio. Euro.
- Die ökonomische Eigenkapitalquote beträgt 4,24%.
- Die Gesellschaft liegt damit auf Platz 46 von 58 deutschen Lebensversicherern.
- Größte Stärke: HGB-Deckungsrückstellung
- Größte Schwäche: HGB-Eigenkapital

Risikotragfähigkeit

- Die Sicherheitsmittelquote beträgt 17,97%.
- Die Gesellschaft liegt damit auf Platz 43 von 58 deutschen Lebensversicherern.
- Die nachhaltige Gesamtverzinsung beträgt 4,82%.

11 Anhang: Die Daten

Nachfolgend ist dargestellt, wie die Zurich Deutscher Herold Leben in Bezug auf seine wesentlichen Größen im Gesamtmarkt der 58 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	4.693	2	79	728	6.702	43.177
Buchwert Kapitalanlagen	7	29.382	159	705	5.542	42.612	201.429
Direktgutschrift	3	152,00	0,00	0,00	1,38	141,97	292,78
Fondsgebundene LV	2	13.888	0	1	555	7.510	17.047
freie RSt für Beitragsrückerstattu.	13	389	2	7	158	984	7.494
Genussrechte	7	0,00	0,00	0,00	0,00	4,56	150,00
Gewinnabführung	4	125,00	0,00	0,00	0,00	126,32	381,00
HGB-Bilanzsumme	6	44.641	453	812	7.052	46.981	212.307
HGB-Deckungsrückstellung	7	27.129	141	614	4.790	38.361	186.414
HGB-Eigenkapital ohne GR und NV	4	748	11	20	126	753	1.764
Jahresüberschuss nach Steuern und.	58	-0,00	-0,00	-0,00	1,92	35,46	166,00
Jahresüberschuss vor Steuern und G.	3	185,42	-15,07	-1,31	8,57	182,70	595,87
Kapitalanlage-Aufwendungen	8	108	0	1	21	145	1.710
Kapitalanlage-Erträge	7	1.715	9	29	296	2.033	10.943
mittlerer Tarifrechnungszins	19	3,12%	1,69%	2,30%	3,03%	3,44%	3,60%
nachrangige Verbindlichkeiten	24	0,00	0,00	0,00	0,00	322,14	888,17
Risiko- und Übriges Ergebnis	7	245,39	-6,39	3,73	38,50	379,14	517,07
Rohüberschuss	3	517	-2	3	60	506	2.649
Schlussüberschussanteil-Fonds	4	765	1	9	101	795	3.358
Steuern	1	60,42	-63,26	-18,20	1,14	47,12	60,42
Zahlungen Versicherungsfälle	3	3.407	19	56	447	3.404	11.830
Zinsaufwand	7	1.335	4	31	226	1.797	7.101
Zinszusatzreserve	6	2.062	5	45	358	2.749	10.615
Zuführung zur RfB	5	180	0	1	41	224	1.952
ZZR-Aufwand	7	554	1	12	104	719	2.675

Angaben in Mio. Euro bzw. in Prozent

¹ bei fallender Sortierung

² Quantil von 58 Versicherern

Output-Variablen

Größe	Rang ¹	Zurich	Min.	5% ²	50% ²	95% ²	Max.
Bestandsabbaurate	18	8,75%	4,77%	5,54%	8,15%	10,59%	12,64%
Garantie	7	25.704	141	519	4.529	39.701	183.605
Garantien und Optionen	29	4,75	0,00	0,03	4,59	72,06	102,83
HGB-DRSt ohne ZZR	7	25.066	136	584	4.450	35.668	175.798
HGB-DRSt ohne ZZR zzgl. FLV	5	38.955	398	653	5.663	40.144	181.104
HGB-Eigenkapital	6	748	12	22	152	955	1.764
Kapitalergebnis	7	1.607	7	27	270	1.974	9.233
latente Steuern	5	381	-1	5	68	526	2.867
Marktwert Kapitalanlagen	7	34.075	161	785	6.302	47.723	244.606
Marktwert-Bilanzsumme	6	49.334	455	864	7.593	51.483	255.484
nachhaltige Gesamtverzinsung	13	4,82%	2,56%	3,65%	4,27%	5,29%	6,85%
Nettoverzinsung	3	5,47%	3,15%	3,56%	4,33%	5,41%	5,84%
Passivduration	41	10,78	7,83	9,13	11,45	15,89	17,98
passivische Bewertungsreserven	11	1.425	-2.698	-171	224	2.599	4.569
Puffer	5	6.129	11	118	1.167	8.572	48.238
Sicherheitsmittel	5	8.020	29	168	1.442	10.837	58.603
Sicherheitsmittelquote	43	17,97%	6,47%	11,77%	22,59%	31,97%	37,16%
sonstige Aktiva	5	1.371	15	24	204	1.661	5.572
sonstige Passiva	8	1.722	23	42	452	2.540	7.970
verfügbare RfB	7	1.154	4	14	284	1.665	10.853
Zinsergebnis	4	272	-413	-83	15	276	2.132
zukünftige Aktionärsgewinne	5	1.525	-5	22	274	2.102	11.468
zukünftige pass. vt. Überschüsse	10	2.645	-55	40	448	4.104	7.155
zukünftige pass. Zinsüberschüsse	52	-1.220	-4.346	-1.719	-188	0	294
zukünftige Überschussbeteiligung	5	4.593	7	91	823	6.328	34.519
zukünftige Überschüsse	5	6.118	3	121	1.097	8.430	45.986
ökonomische Eigenkapitalquote	46	4,24%	2,37%	3,28%	5,10%	7,68%	9,95%
ökonomisches Eigenkapital	6	1.891	19	42	324	2.408	10.365

Angaben in Mio. Euro bzw. in Prozent

¹ bei fallender Sortierung

² Quantil von 58 Versicherern