

# Real Rate

## Finanzstärkeanalyse

**AXA Leben**

**10/2018**



### Wesentliche Ergebnisse

- Der faire Unternehmenswert beträgt 2.111 Mio. Euro.
- Die ökonomische Eigenkapitalquote beträgt 5,07%.
- Die Gesellschaft liegt damit auf Platz 30 von 58 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 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 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 592,74 Mio. Euro.

Aktiva	in Mio. Euro	Passiva	in Mio. Euro
Kapitalanlagen	37.349	HGB-Eigenkapital	593
Fondsgebundene LV	3.081	verfügbare RfB	1.551
Sonst. Aktiva	1.191	Deckungsrückstellung	34.010
		Fondsgebundene LV	3.081
		Sonst. Passiva	2.386
Aktiva	41.621	Passiva	41.621

## 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. 3,45%. Dieser wird mittels der Passivduration von ca. 10,4 auf den nachhaltigen Zins in Höhe von 1,90%, umbewertet. Unter Ansatz der bereits gestellten Zinszusatzreserve in Höhe von 3.236 Mio. Euro führt dies zu passivischen Zins-Bewertungsreserven von -1.715 Mio. Euro. Hinzu kommen passivische Bewertungsreserven aus Biometrie und Kosten in Höhe von 3.962 Mio. Euro. Die passivischen Bewertungsreserven betragen damit insgesamt 2.247 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 5.864 Mio. Euro.

Die Summe aus aktivischen und passivischen Bewertungsreserven beträgt insgesamt 8.111 Mio. Euro. Davon entfallen unter Anwendung der Mindestzuführungsverordnung 1.518 Mio. auf die Aktionärssphäre in Form von zukünftigen Aktionärgewinnen nach Steuern. Dies führt vom HGB-Eigenkapital zum ökonomischen Eigenkapital in der Marktwertbilanz. Die restlichen 6.593 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 3,99 Mio. Euro.

Aktiva	in Mio. Euro	Passiva	in Mio. Euro
Kapitalanlagen	43.213	ök. Eigenkapital	2.111
Fondsgebundene LV	3.081	Puffer	8.144
Sonst. Aktiva	1.191	Garantie	31.763
		Fondsgebundene LV	3.081
		Sonst. Passiva	2.386
<b>Aktiva</b>	<b>47.485</b>	<b>Passiva</b>	<b>47.485</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 5,07%. Sie liegt 0,02%-Punkte unter dem Median von 5,10% und damit auf Rang 30 von 58 Lebensversicherern.

Komponente ök. EK	in Mio. Euro	in % der HGB-Bilanzsumme
HGB-Eigenkapital	593	1,42
zukünftige Aktionärgewinne	2.024	4,86
Steuern	-506	-1,22
<b>ökonomisches Eigenkapital</b>	<b>2.111</b>	<b>5,07</b>

Der faire Unternehmenswert der AXA Leben beträgt gemäß der RealRate-Analyse 2.111 Mio. Euro. Diesen Wert vergleichen wir mit der Angabe aus dem veröffentlichten Solvency and Financial Condition Report der AXA Leben: Die Basiseigenmittel - ohne Ansatz der Übergangsmaßnahme und der Volatilitätsanpassung - betragen dort 3.263 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 19,57%.

Puffer-Komponente	in Mio. Euro	in % der HGB-Bilanzsumme
verfügbare RfB	1.551	3,73
Überschussbeteiligung	6.087	14,63
Steuern	506	1,22
Puffer	8.144	19,57

## 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 AXA Leben beträgt 24,64%.

Komponente Sicherheitsmittel	in Mio. Euro	in % der HGB-Bilanzsumme
HGB-Eigenkapital	593	1,42
verfügbare RfB	1.551	3,73
zukünftige Überschüsse	8.111	19,49
Sicherheitsmittel	10.255	24,64

Die nachhaltige Gesamtverzinsung, die im Mittel aus der künftigen Überschussbeteiligung finanzierbar ist, beträgt 5,36%. Davon beträgt der mittlere garantierte Rechnungszins 3,45%.

## 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 Aktionärgewinne". Von den 58 Unternehmen liegt die Gesellschaft damit auf Rang 16. Der Wert beträgt 4,86% der HGB-Bilanzsumme. Im Vergleich zum Median des Marktes in Höhe von 3,94% der HGB-Bilanzsumme erhöht dies die ökonomische Eigenkapitalquote um 0,70 Prozentpunkte. Die weiteren Stärken sind die Größen "zukünftige Überschüsse" und "aktive Bewertungsreserven". Die größten Schwächen sind die Größen "HGB-Eigenkapital", "mittlerer Tarifrachungszins" 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 Aktionärgewinne	16	4,86%	3,94%	0,70%
Quote zukünftige Überschüsse	17	19,49%	15,92%	0,68%
Quote aktive Bewertungsreserve.	11	14,09%	10,56%	0,67%
Quote Zinszusatzreserve	6	7,77%	5,73%	0,46%
Quote Risiko- und Übriges Ergebnis	15	0,92%	0,69%	0,45%
Quote zukünftige pass. vt. Übersch.	21	9,52%	8,02%	0,28%
Quote passive Bewertungsreserv.	24	5,40%	4,62%	0,15%
Passivduration	46	10,38	11,45	0,05%
Quote Zahlungen Versicherungsfälle	15	7,43%	6,60%	0,05%
Bestandsabbaurate	13	9,14%	8,15%	0,05%
...	...	...	...	...
Quote sonstige Passiva	22	5,73%	5,09%	0,00%
Quote verfügbare RfB	30	3,73%	3,75%	-0,00%
Quote Schlussüberschussanteil-Fond.	33	1,43%	1,55%	-0,00%
Quote Marktwert Kapitalanlagen	24	103,82%	102,44%	-0,00%
Quote Fondsgebundene LV	22	7,40%	4,58%	-0,01%
Quote zukünftige pass. Zinsübersch.	43	-4,12%	-3,10%	-0,19%
Quote latente Steuern	16	1,22%	0,98%	-0,23%
Quote HGB-Eigenkapital ohne GR und.	39	1,42%	1,74%	-0,32%
mittlerer Tarifrachungszins	3	3,45%	3,03%	-0,62%
Quote HGB-Eigenkapital	46	1,42%	2,32%	-0,90%

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

<sup>1</sup> von 58 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.

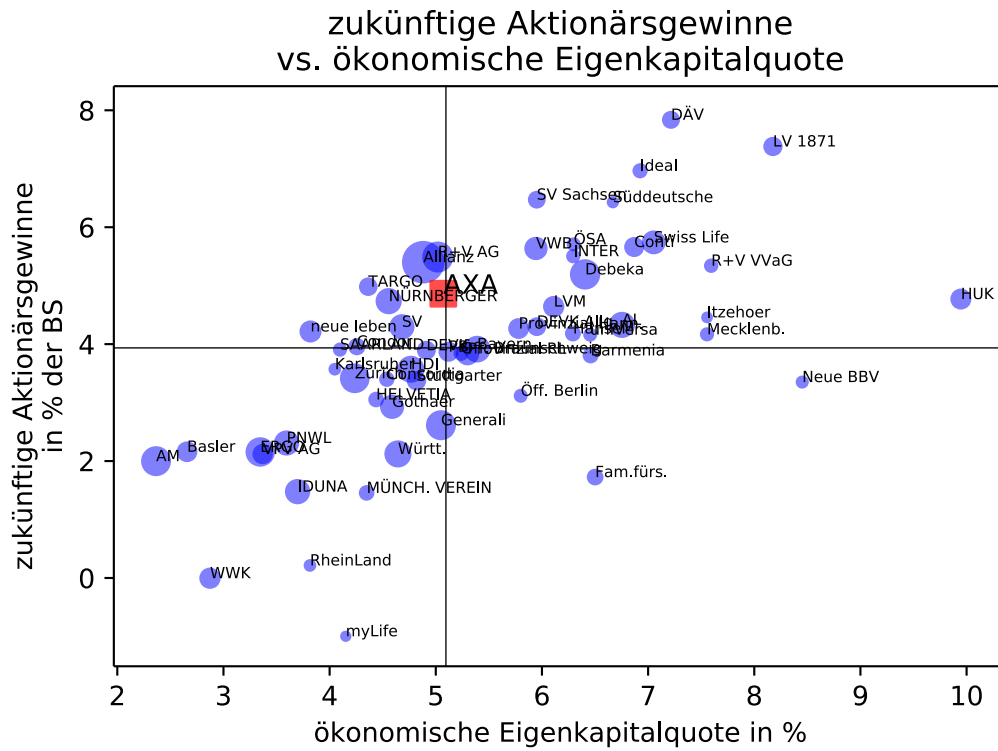
Die Größen "zukünftige Aktionärgewinne", "zukünftige Überschüsse" und "aktive Bewertungsreserven" wirken stark positiv und sind grün dargestellt. Zudem wird deutlich, welche anderen Größen sie beeinflussen. Hingegen wirken die Größen "HGB-Eigenkapital", "mittlerer Tarifrechnungszins" und "HGB-Eigenkapital ohne GR und NV" sehr negativ auf die ökonomische Eigenkapitalquote und sind rot eingefärbt. Insgesamt liegt die ökonomische Eigenkapitalquote 0,02%-Punkte unter dem Median des Marktes.





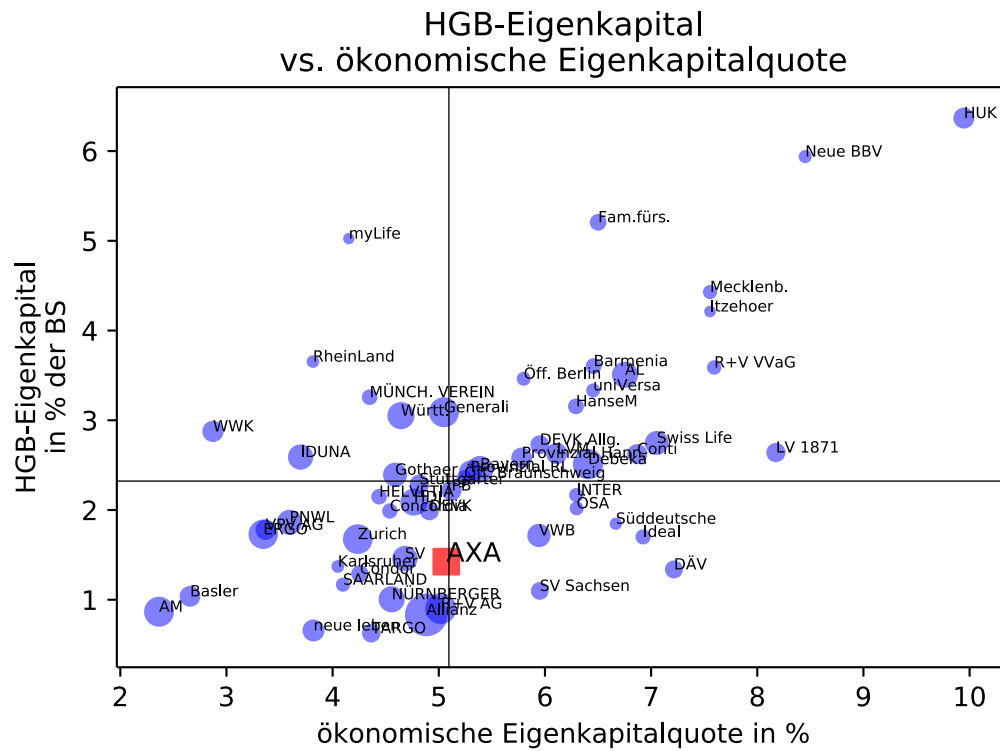
## 9 Marktvergleich

Die größte Stärke der AXA Leben ist die Quote der Größe "zukünftige Aktionärsgehälter". Von den 58 Unternehmen liegt die Gesellschaft damit auf Rang 16. Der Wert beträgt 4,86% der HGB-Bilanzsumme. Im Vergleich zum Median des Marktes in Höhe von 3,94% der HGB-Bilanzsumme erhöht dies die ökonomische Eigenkapitalquote um 0,70 Prozentpunkte.



Die Korrelation zwischen den dargestellten Größen beträgt im Markt 0,62.

Die größte Schwäche der AXA Leben ist die Quote der Größe "HGB-Eigenkapital". Von den 58 Unternehmen liegt die Gesellschaft damit auf Rang 46. Der Wert beträgt 1,42% der HGB-Bilanzsumme. Im Vergleich zum Median des Marktes in Höhe von 2,32% der HGB-Bilanzsumme reduziert dies die ökonomische Eigenkapitalquote um 0,90 Prozentpunkte.



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

## 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 2.111 Mio. Euro.
- Die ökonomische Eigenkapitalquote beträgt 5,07%.
- Die Gesellschaft liegt damit auf Platz 30 von 58 deutschen Lebensversicherern.
- Größte Stärke: zukünftige Aktionärsgewinne
- Größte Schwäche: HGB-Eigenkapital

### Risikotragfähigkeit

- Die Sicherheitsmittelquote beträgt 24,64%.
- Die Gesellschaft liegt damit auf Platz 20 von 58 deutschen Lebensversicherern.
- Die nachhaltige Gesamtverzinsung beträgt 5,36%.

## 11 Anhang: Die Daten

Nachfolgend ist dargestellt, wie die AXA 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 <sup>1</sup>	AXA	Min.	5% <sup>2</sup>	50% <sup>2</sup>	95% <sup>2</sup>	Max.
aktivische Bewertungsreserven	5	5.864	2	79	728	6.702	43.177
Buchwert Kapitalanlagen	6	37.349	159	705	5.542	42.612	201.429
Direktgutschrift	4	140,20	0,00	0,00	1,38	141,97	292,78
Fondsgebundene LV	8	3.081	0	1	555	7.510	17.047
freie RSt für Beitragsrückerstattu.	4	957	2	7	158	984	7.494
Genussrechte	7	0,00	0,00	0,00	0,00	4,56	150,00
Gewinnabführung	6	62,25	0,00	0,00	0,00	126,32	381,00
HGB-Bilanzsumme	8	41.621	453	812	7.052	46.981	212.307
HGB-Deckungsrückstellung	6	34.010	141	614	4.790	38.361	186.414
HGB-Eigenkapital ohne GR und NV	6	593	11	20	126	753	1.764
Jahresüberschuss nach Steuern und.	42	0,00	-0,00	-0,00	1,92	35,46	166,00
Jahresüberschuss vor Steuern und G.	6	97,23	-15,07	-1,31	8,57	182,70	595,87
Kapitalanlage-Aufwendungen	11	81	0	1	21	145	1.710
Kapitalanlage-Erträge	5	1.837	9	29	296	2.033	10.943
mittlerer Tarifrechnungszins	3	3,45%	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	3	381,82	-6,39	3,73	38,50	379,14	517,07
Rohüberschuss	7	323	-2	3	60	506	2.649
Schlussüberschussanteil-Fonds	6	594	1	9	101	795	3.358
Steuern	5	34,98	-63,26	-18,20	1,14	47,12	60,42
Zahlungen Versicherungsfälle	7	3.094	19	56	447	3.404	11.830
Zinsaufwand	3	1.815	4	31	226	1.797	7.101
Zinszusatzreserve	3	3.236	5	45	358	2.749	10.615
Zuführung zur RfB	14	85	0	1	41	224	1.952
ZZR-Aufwand	3	752	1	12	104	719	2.675

Angaben in Mio. Euro bzw. in Prozent

<sup>1</sup> bei fallender Sortierung

<sup>2</sup> Quantil von 58 Versicherern

## Output-Variablen

Größe	Rang <sup>1</sup>	AXA	Min.	5% <sup>2</sup>	50% <sup>2</sup>	95% <sup>2</sup>	Max.
Bestandsabbaurate	13	9,14%	4,77%	5,54%	8,15%	10,59%	12,64%
Garantie	6	31.763	141	519	4.529	39.701	183.605
Garantien und Optionen	32	3,99	0,00	0,03	4,59	72,06	102,83
HGB-DRSt ohne ZZR	6	30.775	136	584	4.450	35.668	175.798
HGB-DRSt ohne ZZR zzgl. FLV	8	33.856	398	653	5.663	40.144	181.104
HGB-Eigenkapital	11	593	12	22	152	955	1.764
Kapitalergebnis	5	1.756	7	27	270	1.974	9.233
latente Steuern	4	506	-1	5	68	526	2.867
Marktwert Kapitalanlagen	6	43.213	161	785	6.302	47.723	244.606
Marktwert-Bilanzsumme	8	47.485	455	864	7.593	51.483	255.484
nachhaltige Gesamtverzinsung	3	5,36%	2,56%	3,65%	4,27%	5,29%	6,85%
Nettoverzinsung	18	4,70%	3,15%	3,56%	4,33%	5,41%	5,84%
Passivduration	46	10,38	7,83	9,13	11,45	15,89	17,98
passivische Bewertungsreserven	5	2.247	-2.698	-171	224	2.599	4.569
Puffer	4	8.144	11	118	1.167	8.572	48.238
Sicherheitsmittel	4	10.255	29	168	1.442	10.837	58.603
Sicherheitsmittelquote	20	24,64%	6,47%	11,77%	22,59%	31,97%	37,16%
sonstige Aktiva	6	1.191	15	24	204	1.661	5.572
sonstige Passiva	6	2.386	23	42	452	2.540	7.970
verfügbare RfB	4	1.551	4	14	284	1.665	10.853
Zinsergebnis	53	-59	-413	-83	15	276	2.132
zukünftige Aktionärsgewinne	4	2.024	-5	22	274	2.102	11.468
zukünftige pass. vt. Überschüsse	4	3.962	-55	40	448	4.104	7.155
zukünftige pass. Zinsüberschüsse	55	-1.715	-4.346	-1.719	-188	0	294
zukünftige Überschussbeteiligung	4	6.087	7	91	823	6.328	34.519
zukünftige Überschüsse	4	8.111	3	121	1.097	8.430	45.986
ökonomische Eigenkapitalquote	30	5,07%	2,37%	3,28%	5,10%	7,68%	9,95%
ökonomisches Eigenkapital	5	2.111	19	42	324	2.408	10.365

Angaben in Mio. Euro bzw. in Prozent

<sup>1</sup> bei fallender Sortierung

<sup>2</sup> Quantil von 58 Versicherern