

# Real Rate

## Finanzstärkeanalyse

### Württembergische Leben

10/2015



#### Wesentliche Ergebnisse

- Der faire Unternehmenswert beträgt 1.217 Mio. Euro.
- Die ökonomische Eigenkapitalquote beträgt 4,23%.
- Die Gesellschaft liegt damit auf Platz 34 von 58 deutschen Lebensversicherern.
- Größte Stärke: nachrangige Verbindlichkeiten
- 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 Württembergische Leben untersucht. Hierzu wird die handelsrechtliche Bilanz der Württembergische Leben des Jahres 2014 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 660,05 Mio. Euro.

Aktiva	in Mio. Euro	Passiva	in Mio. Euro
Kapitalanlagen	26.523	HGB-Eigenkapital	660
Fondsgebundene LV	1.289	verfügbare RfB	1.191
Sonst. Aktiva	953	Deckungsrückstellung	24.394
		Fondsgebundene LV	1.289
		Sonst. Passiva	1.230
Aktiva	28.765	Passiva	28.765

## 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. 3,23%. Dieser wird mittels der Passivduration von ca. 9,5 auf den nachhaltigen Zins in Höhe von 1,82%, umbewertet. Unter Ansatz der bereits gestellten Zinszusatzreserve in Höhe von 893,80 Mio. Euro führt dies zu passivischen Zins-Bewertungsreserven von -2.234 Mio. Euro. Hinzu kommen passivische Bewertungsreserven aus Biometrie und Kosten in Höhe von 1.071 Mio. Euro. Die passivischen Bewertungsreserven betragen damit insgesamt -1.163 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 4.223 Mio. Euro.

Die Summe aus aktivischen und passivischen Bewertungsreserven beträgt insgesamt 3.060 Mio. Euro. Davon entfallen unter Anwendung der Mindestzuführungsverordnung 556,91 Mio. auf die Aktionärssphäre in Form von zukünftigen Aktionärgewinnen nach Steuern. Dies führt vom HGB-Eigenkapital zum ökonomischen Eigenkapital in der Marktwertbilanz. Die restlichen 2.503 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 22,49 Mio. Euro.

Aktiva	in Mio. Euro	Passiva	in Mio. Euro
Kapitalanlagen	30.746	ök. Eigenkapital	1.217
Fondsgebundene LV	1.289	Puffer	3.695
Sonst. Aktiva	953	Garantie	25.557
		Fondsgebundene LV	1.289
		Sonst. Passiva	1.230
<b>Aktiva</b>	<b>32.988</b>	<b>Passiva</b>	<b>32.988</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 4,23%. Sie liegt 0,28%-Punkte unter dem Median von 4,51% und damit auf Rang 34 von 58 Lebensversicherern.

Komponente ök. EK	in Mio. Euro	in % der HGB-Bilanzsumme
HGB-Eigenkapital	660	2,29
zukünftige Aktionärgewinne	743	2,58
Steuern	-186	-0,65
<b>ökonomisches Eigenkapital</b>	<b>1.217</b>	<b>4,23</b>

Der faire Unternehmenswert der Württembergische Leben beträgt gemäß der RealRate-Analyse 1.217 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 Württembergische Leben beträgt 12,84%.

Puffer-Komponente	in Mio. Euro	in % der HGB-Bilanzsumme
verfügbare RfB	1.191	4,14
Überschussbeteiligung	2.318	8,06
Steuern	186	0,65
Puffer	3.695	12,84

## 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 Württembergische Leben beträgt 17,07%.

Komponente Sicherheitsmittel	in Mio. Euro	in % der HGB-Bilanzsumme
HGB-Eigenkapital	660	2,29
verfügbare RfB	1.191	4,14
zukünftige Überschüsse	3.060	10,64
Sicherheitsmittel	4.912	17,07

Die nachhaltige Gesamtverzinsung, die im Mittel aus der künftigen Überschussbeteiligung finanzierbar ist, beträgt 4,27%. Davon beträgt der mittlere garantierte Rechnungszins 3,23%.

## 7 Die Stärken und Schwächen

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

Die größte Stärke der Württembergische Leben ist die Quote der Größe "nachrangige Verbindlichkeiten". Von den 58 Unternehmen liegt die Gesellschaft damit auf Rang 1. Der Wert beträgt 1,17% der HGB-Bilanzsumme. Im Vergleich zum Median des Marktes in Höhe von 0,00% der HGB-Bilanzsumme erhöht dies die ökonomische Eigenkapitalquote um 1,17 Prozentpunkte. Die weiteren Stärken sind die Größen "HGB-Eigenkapital" und "latente Steuern". Die größten Schwächen sind die Größen "zukünftige Überschüsse", "zukünftige Aktionärgewinne" und "HGB-Eigenkapital ohne GR und NV".

Größe <sup>0</sup>	Rang <sup>1</sup>	Württ.	Markt <sup>2</sup>	Effekt <sup>3</sup> ökonomische Eigenkapitalquote
Quote nachrangige Verbindlichkeiten.	1	1,17%	0,00%	1,17%
Quote HGB-Eigenkapital	16	2,29%	2,01%	0,29%
Quote latente Steuern	42	0,65%	0,90%	0,25%
Quote Zinszusatzreserve	7	3,11%	2,14%	0,24%
Quote zukünftige pass. Zinsübersch.	19	-7,77%	-8,69%	0,19%
Quote Zahlungen Versicherungsfälle	12	8,84%	7,83%	0,16%
Passivduration	45	9,47	10,41	0,16%
Bestandsabbaurate	14	10,25%	9,20%	0,15%
Quote Marktwert Kapitalanlagen	34	106,89%	109,10%	0,01%
Quote Buchwert Kapitalanlagen	33	92,21%	93,16%	0,00%
...	...	...	...	...
Quote Fondsgebundene LV	24	4,48%	2,95%	-0,03%
Quote HGB-DRSt ohne ZZR	25	81,70%	78,58%	-0,14%
Quote HGB-Deckungsrückstellung	23	84,80%	81,27%	-0,15%
Quote aktivische Bewertungsreserve.	36	14,68%	15,52%	-0,18%
Quote passivische Bewertungsreserv.	43	-4,04%	-2,50%	-0,31%
Quote Risiko- und Übriges Ergebnis	47	0,39%	0,60%	-0,40%
Quote zukünftige pass. vt. Übersch.	46	3,72%	6,50%	-0,57%
Quote HGB-Eigenkapital ohne GR und.	45	1,12%	1,71%	-0,59%
Quote zukünftige Aktionärgewinne	42	2,58%	3,59%	-0,75%
Quote zukünftige Überschüsse	41	10,64%	14,44%	-0,77%

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

<sup>1</sup> von 58 Versicherern bei fallender Sortierung

<sup>2</sup> Median

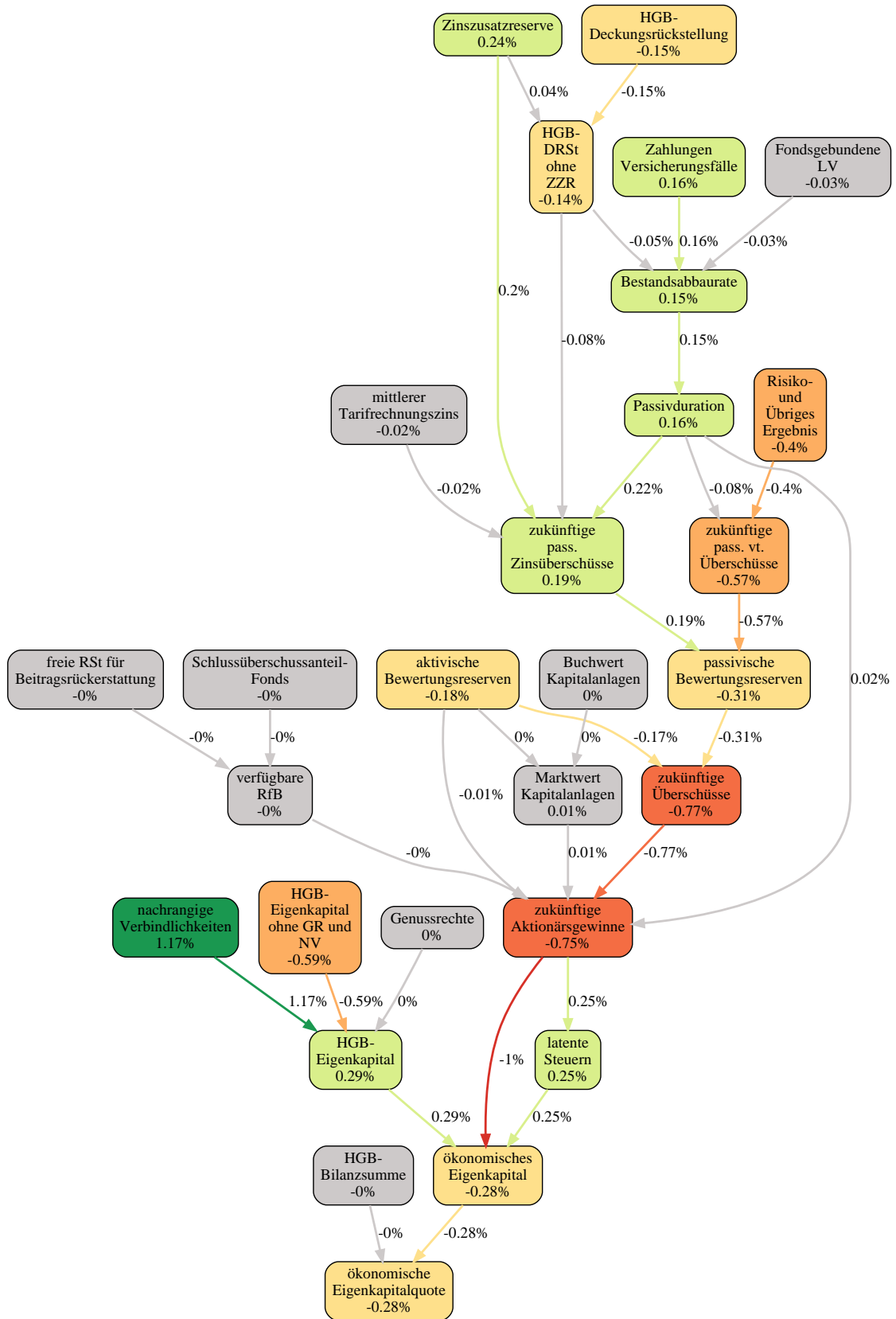
<sup>3</sup> Änderung in Prozentpunkten

## 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 "nachrangige Verbindlichkeiten", "HGB-Eigenkapital" 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 "HGB-Eigenkapital ohne GR und NV" sehr negativ auf die ökonomische Eigenkapitalquote und sind rot eingefärbt. Insgesamt liegt die ökonomische Eigenkapitalquote 0,28%-Punkte unter dem Median des Marktes.

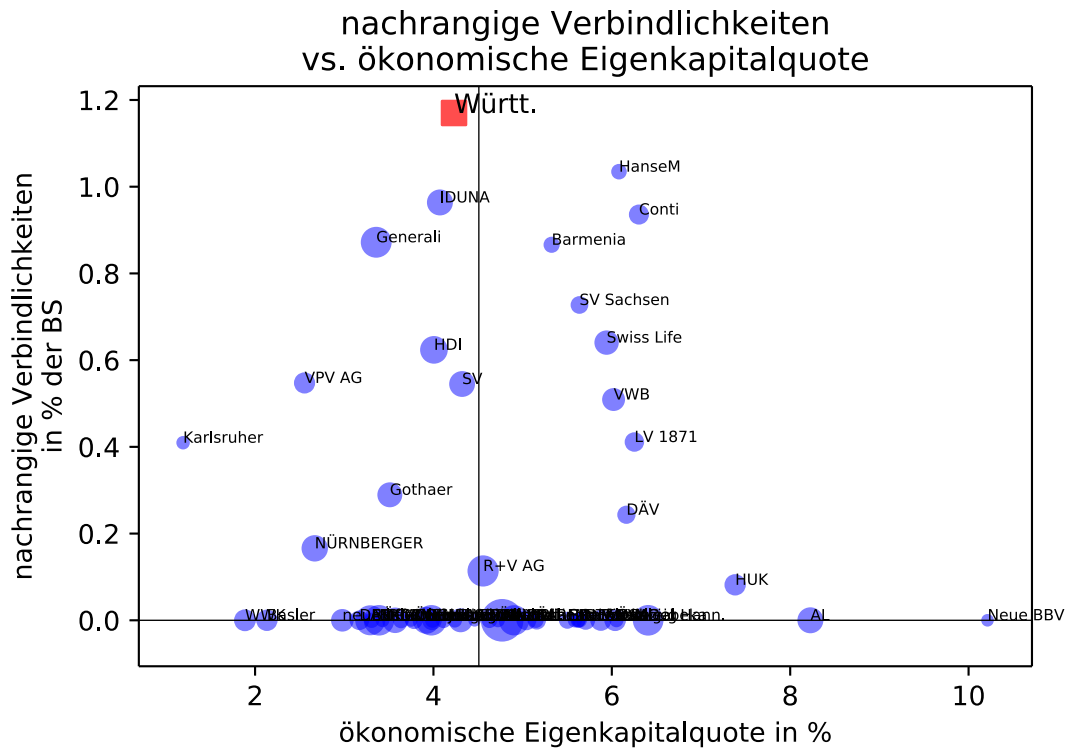
# Ursachenanalyse





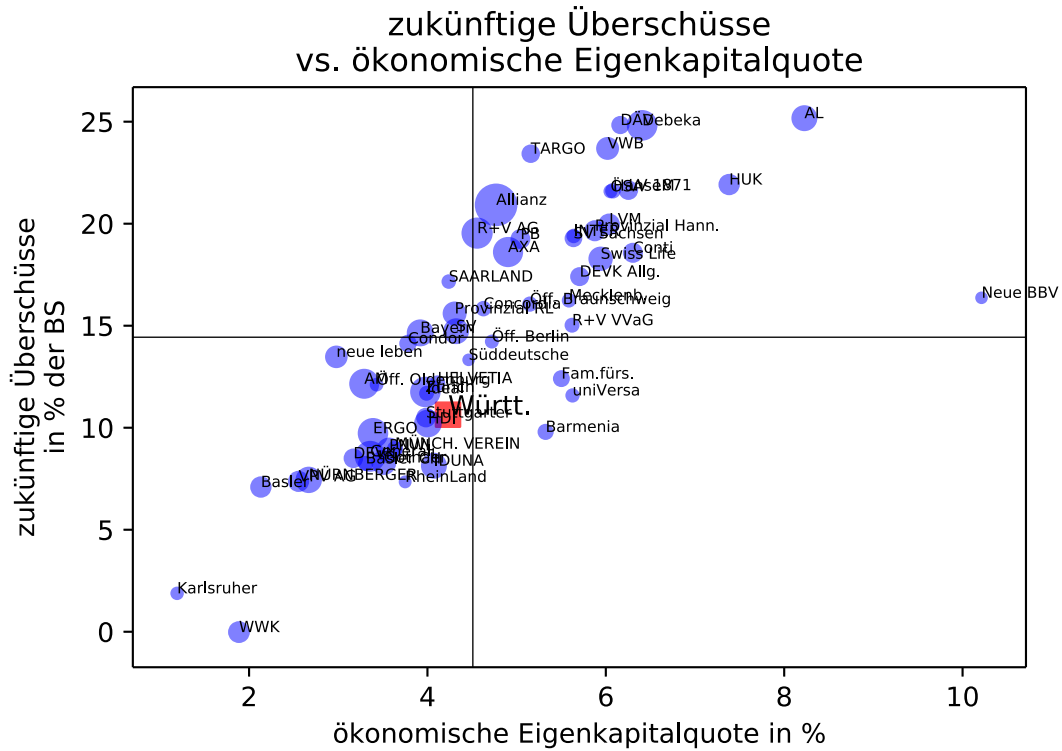
## 9 Marktvergleich

Die größte Stärke der Württembergische Leben ist die Quote der Größe "nachrangige Verbindlichkeiten". Von den 58 Unternehmen liegt die Gesellschaft damit auf Rang 1. Der Wert beträgt 1,17% der HGB-Bilanzsumme. Im Vergleich zum Median des Marktes in Höhe von 0,00% der HGB-Bilanzsumme erhöht dies die ökonomische Eigenkapitalquote um 1,17 Prozentpunkte.



Die Korrelation zwischen den dargestellten Größen beträgt im Markt 0,02.

Die größte Schwäche der Württembergische Leben ist die Quote der Größe "zukünftige Überschüsse". Von den 58 Unternehmen liegt die Gesellschaft damit auf Rang 41. Der Wert beträgt 10,64% der HGB-Bilanzsumme. Im Vergleich zum Median des Marktes in Höhe von 14,44% der HGB-Bilanzsumme reduziert dies die ökonomische Eigenkapitalquote um 0,77 Prozentpunkte.



Die Korrelation zwischen den dargestellten Größen beträgt im Markt 0,77.

## 10 Zusammenfassung

Die wesentlichen Ergebnisse bezüglich der Finanzstärke und Risikotragfähigkeit der Württembergische 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 1.217 Mio. Euro.
- Die ökonomische Eigenkapitalquote beträgt 4,23%.
- Die Gesellschaft liegt damit auf Platz 34 von 58 deutschen Lebensversicherern.
- Größte Stärke: nachrangige Verbindlichkeiten
- Größte Schwäche: zukünftige Überschüsse

### Risikotragfähigkeit

- Die Sicherheitsmittelquote beträgt 17,07%.
- Die Gesellschaft liegt damit auf Platz 40 von 58 deutschen Lebensversicherern.
- Die nachhaltige Gesamtverzinsung beträgt 4,27%.

## 11 Anhang: Die Daten

Nachfolgend ist dargestellt, wie die Württembergische 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>	Württ.	Min.	5% <sup>2</sup>	50% <sup>2</sup>	95% <sup>2</sup>	Max.
aktivische Bewertungsreserven	8	4.223	53	117	851	8.615	43.362
Buchwert Kapitalanlagen	8	26.523	438	840	5.097	39.961	169.434
Direktgutschrift	17	39,20	0,00	0,00	3,99	137,88	281,86
Fondsgebundene LV	13	1.289	0	0	382	6.352	13.676
freie RSt für Beitragsrückerstattu.	7	627	6	14	131	927	6.467
Genussrechte	8	0,00	0,00	0,00	0,00	7,17	150,00
Gewinnabführung	17	0,00	0,00	0,00	0,00	43,62	513,00
HGB-Bilanzsumme	9	28.765	677	925	5.979	43.280	178.886
HGB-Deckungsrückstellung	8	24.394	398	711	4.357	36.670	154.463
HGB-Eigenkapital ohne GR und NV	12	324	10	14	97	728	1.519
Jahresüberschuss nach Steuern und.	11	15,00	-0,00	-0,00	1,95	42,43	95,00
Jahresüberschuss vor Steuern und G.	48	1,62	-18,40	0,79	9,68	79,80	125,82
Kapitalanlage-Aufwendungen	3	223,33	0,57	1,75	24,23	211,83	502,59
Kapitalanlage-Erträge	8	1.455	29	39	274	1.968	8.619
mittlerer Tarifrchnungszins	27	3,23%	2,02%	2,59%	3,21%	3,80%	3,98%
nachrangige Verbindlichkeiten	2	336,54	0,00	0,00	0,00	175,35	387,65
Risiko- und Übriges Ergebnis	15	113,18	-6,73	4,11	29,81	364,20	732,29
Rohüberschuss	15	219	2	10	93	611	3.133
Schlussüberschussanteil-Fonds	11	565	1	20	128	1.122	4.282
Steuern	53	-13,38	-556,18	-24,57	2,90	35,91	60,00
Zahlungen Versicherungsfälle	9	2.542	29	59	493	3.625	12.760
Zinsaufwand	8	1.126	11	31	186	1.624	5.716
Zinszusatzreserve	5	894	2	17	113	1.138	3.831
Zuführung zur RfB	13	178	1	5	51	396	3.008
ZZR-Aufwand	5	368	1	8	52	499	1.390

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>	Würtl.	Min.	5% <sup>2</sup>	50% <sup>2</sup>	95% <sup>2</sup>	Max.
Bestandsabbaurate	14	10,25%	5,00%	6,64%	9,20%	12,62%	14,24%
Garantie	8	25.557	341	797	4.573	38.195	160.395
Garantien und Optionen	7	22,49	0,00	0,05	1,91	32,55	89,05
HGB-DRSt ohne ZZR	8	23.500	397	699	4.244	35.984	150.631
HGB-DRSt ohne ZZR zzgl. FLV	9	24.789	522	760	5.076	37.434	154.896
HGB-Eigenkapital	7	660	13	14	104	749	1.519
Kapitalergebnis	8	1.232	27	35	234	1.818	8.117
latente Steuern	11	186	-11	5	59	485	2.338
Marktwert Kapitalanlagen	8	30.746	492	949	5.805	49.605	212.796
Marktwert-Bilanzsumme	9	32.988	731	1.035	6.783	52.191	222.249
nachhaltige Gesamtverzinsung	40	4,27%	3,46%	3,93%	4,49%	5,38%	7,65%
Nettoverzinsung	22	4,65%	3,74%	3,91%	4,42%	5,22%	6,48%
Passivduration	45	9,47	7,10	7,89	10,41	13,83	17,54
passivische Bewertungsreserven	54	-1.163	-5.932	-1.657	-69	740	1.329
Puffer	11	3.695	71	104	957	8.094	41.166
Sicherheitsmittel	11	4.912	82	167	1.225	10.100	49.698
Sicherheitsmittelquote	40	17,07%	5,56%	11,66%	20,82%	30,59%	34,17%
sonstige Aktiva	11	953	23	27	225	1.796	5.188
sonstige Passiva	14	1.230	23	52	479	2.526	7.891
verfügbare RfB	9	1.191	15	35	283	1.829	10.749
Zinsergebnis	14	106	-5	-1	31	270	2.401
zukünftige Aktionärgewinne	11	743	-91	20	235	1.940	9.351
zukünftige pass. vt. Überschüsse	17	1.071	-53	41	352	3.719	8.391
zukünftige pass. Zinsüberschüsse	49	-2.234	-14.323	-3.985	-546	-71	-21
zukünftige Überschussbeteiligung	11	2.318	21	81	708	5.828	28.079
zukünftige Überschüsse	11	3.060	-2	86	943	7.768	37.430
ökonomische Eigenkapitalquote	34	4,23%	1,19%	2,49%	4,51%	6,55%	10,21%
ökonomisches Eigenkapital	10	1.217	11	35	242	2.005	8.533

Angaben in Mio. Euro bzw. in Prozent

<sup>1</sup> bei fallender Sortierung

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