

# Real Rate

## Finanzstärkeanalyse

### Württembergische Leben

10/2016



#### Wesentliche Ergebnisse

- Der faire Unternehmenswert beträgt 1.267 Mio. Euro.
- Die ökonomische Eigenkapitalquote beträgt 4,31%.
- Die Gesellschaft liegt damit auf Platz 31 von 57 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 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 935,05 Mio. Euro.

Aktiva	in Mio. Euro	Passiva	in Mio. Euro
Kapitalanlagen	26.948	HGB-Eigenkapital	935
Fondsgebundene LV	1.406	verfügbare RfB	1.197
Sonst. Aktiva	1.054	Deckungsrückstellung	24.700
		Fondsgebundene LV	1.406
		Sonst. Passiva	1.170
Aktiva	29.409	Passiva	29.409

## 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. 3,15%. 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 1.257 Mio. Euro führt dies zu passivischen Zins-Bewertungsreserven von -1.314 Mio. Euro. Hinzu kommen passivische Bewertungsreserven aus Biometrie und Kosten in Höhe von 341,18 Mio. Euro. Die passivischen Bewertungsreserven betragen damit insgesamt -973,19 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 3.084 Mio. Euro.

Die Summe aus aktivischen und passivischen Bewertungsreserven beträgt insgesamt 2.111 Mio. Euro. Davon entfallen unter Anwendung der Mindestzuführungsverordnung 332,19 Mio. auf die Aktionärssphäre in Form von zukünftigen Aktionärgewinnen nach Steuern. Dies führt vom HGB-Eigenkapital zum ökonomischen Eigenkapital in der Marktwertbilanz. Die restlichen 1.779 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 84,80 Mio. Euro.

Aktiva	in Mio. Euro	Passiva	in Mio. Euro
Kapitalanlagen	30.032	ök. Eigenkapital	1.267
Fondsgebundene LV	1.406	Puffer	2.976
Sonst. Aktiva	1.054	Garantie	25.673
		Fondsgebundene LV	1.406
		Sonst. Passiva	1.170
<b>Aktiva</b>	<b>32.493</b>	<b>Passiva</b>	<b>32.493</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 4,31%. Sie liegt 0,15%-Punkte unter dem Median von 4,46% und damit auf Rang 31 von 57 Lebensversicherern.

Komponente ök. EK	in Mio. Euro	in % der HGB-Bilanzsumme
HGB-Eigenkapital	935	3,18
zukünftige Aktionärgewinne	443	1,51
Steuern	-111	-0,38
<b>ökonomisches Eigenkapital</b>	<b>1.267</b>	<b>4,31</b>

Der faire Unternehmenswert der Württembergische Leben beträgt gemäß der RealRate-Analyse 1.267 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 10,12%.

Puffer-Komponente	in Mio. Euro	in % der HGB-Bilanzsumme
verfügbare RfB	1.197	4,07
Überschussbeteiligung	1.668	5,67
Steuern	111	0,38
Puffer	2.976	10,12

## 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 14,43%.

Komponente Sicherheitsmittel	in Mio. Euro	in % der HGB-Bilanzsumme
HGB-Eigenkapital	935	3,18
verfügbare RfB	1.197	4,07
zukünftige Überschüsse	2.111	7,18
Sicherheitsmittel	4.243	14,43

Die nachhaltige Gesamtverzinsung, die im Mittel aus der künftigen Überschussbeteiligung finanzierbar ist, beträgt 3,89%. Davon beträgt der mittlere garantierte Rechnungszins 3,15%.

## 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 57 Unternehmen liegt die Gesellschaft damit auf Rang 1. Der Wert beträgt 1,99% der HGB-Bilanzsumme. Im Vergleich zum Median des Marktes in Höhe von 0,00% der HGB-Bilanzsumme erhöht dies die ökonomische Eigenkapitalquote um 1,99 Prozentpunkte. Die weiteren Stärken sind die Größen "HGB-Eigenkapital" und "latente Steuern". Die größten Schwächen sind die Größen "zukünftige Überschüsse", "zukünftige Aktionärgewinne" und "zukünftige pass. vt. Überschüsse".

Größe <sup>0</sup>	Rang <sup>1</sup>	Württ.	Markt <sup>2</sup>	Effekt <sup>3</sup> ökonomische Eigenkapitalquote
Quote nachrangige Verbindlichkeiten.	1	1,99%	0,00%	1,99%
Quote HGB-Eigenkapital	7	3,18%	2,04%	1,14%
Quote latente Steuern	49	0,38%	0,85%	0,48%
Quote Zinszusatzreserve	11	4,28%	3,16%	0,32%
Quote zukünftige pass. Zinsübersch.	18	-4,47%	-5,61%	0,27%
Quote Zahlungen Versicherungsfälle	15	8,26%	7,43%	0,19%
Passivduration	42	9,68	10,47	0,18%
Bestandsabbaurate	16	9,78%	8,92%	0,16%
Quote Marktwert Kapitalanlagen	37	102,12%	105,10%	0,03%
Quote Buchwert Kapitalanlagen	34	91,63%	92,85%	0,01%
...	...	...	...	...
mittlerer Tarifrrechnungs-zins	27	3,15%	3,12%	-0,06%
Quote HGB-DRSt ohne ZZR	26	79,71%	77,43%	-0,11%
Quote HGB-Deckungsrückstellung	25	83,99%	81,27%	-0,13%
Quote aktivische Bewertungsreserve.	37	10,49%	11,89%	-0,36%
Quote HGB-Eigenkapital ohne GR und.	43	1,19%	1,72%	-0,53%
Quote Risiko- und Übriges Ergebnis	51	0,12%	0,58%	-1,06%
Quote passivische Bewertungsreserv.	47	-3,31%	1,17%	-1,07%
Quote zukünftige pass. vt. Übersch.	51	1,16%	5,77%	-1,10%
Quote zukünftige Aktionärgewinne	49	1,51%	3,41%	-1,43%
Quote zukünftige Überschüsse	50	7,18%	13,75%	-1,57%

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

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

<sup>2</sup> Median

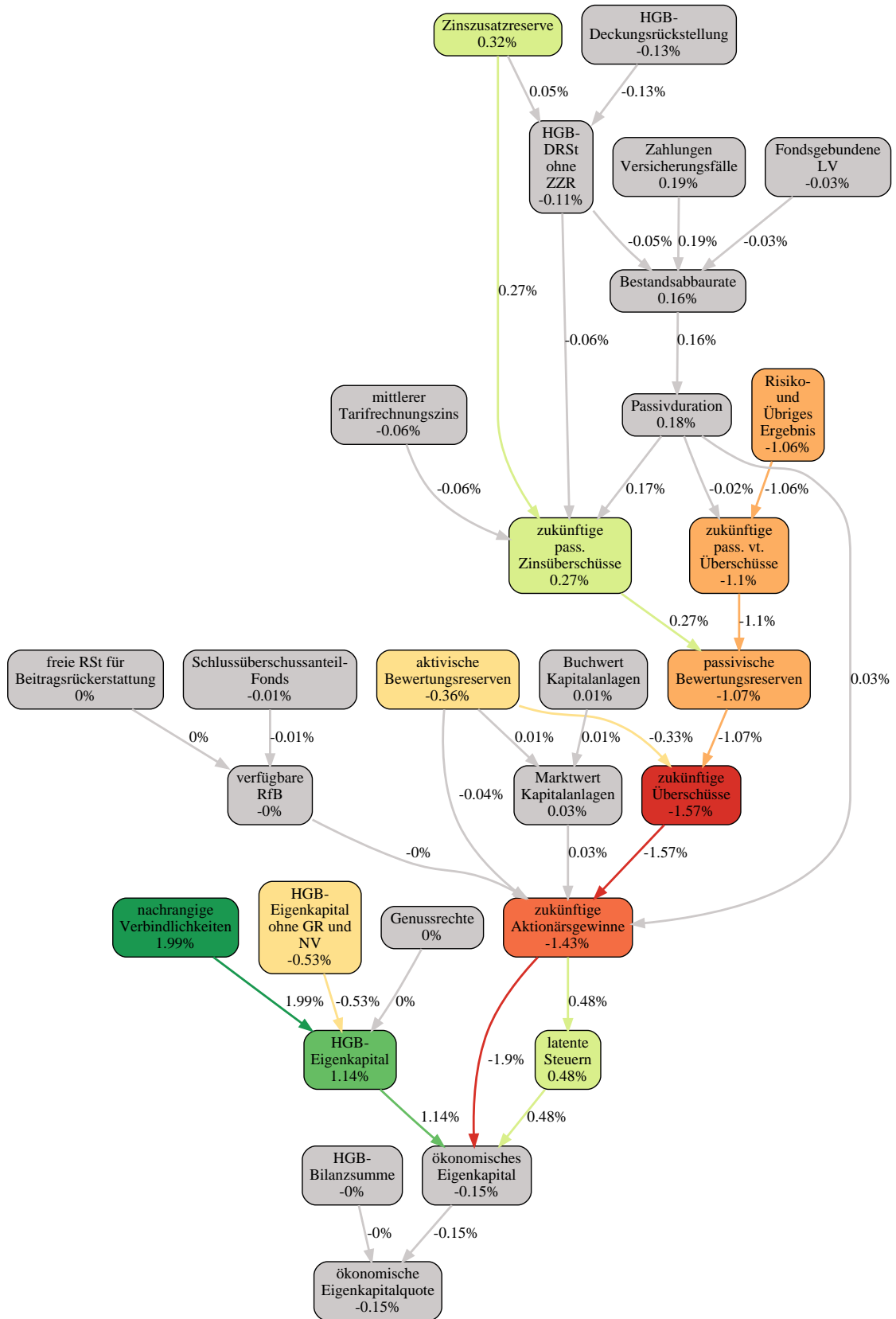
<sup>3</sup> Änderung in Prozentpunkten

## 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 "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 "zukünftige pass. vt. Überschüsse" sehr negativ auf die ökonomische Eigenkapitalquote und sind rot eingefärbt. Insgesamt liegt die ökonomische Eigenkapitalquote 0,15%-Punkte unter dem Median des Marktes.

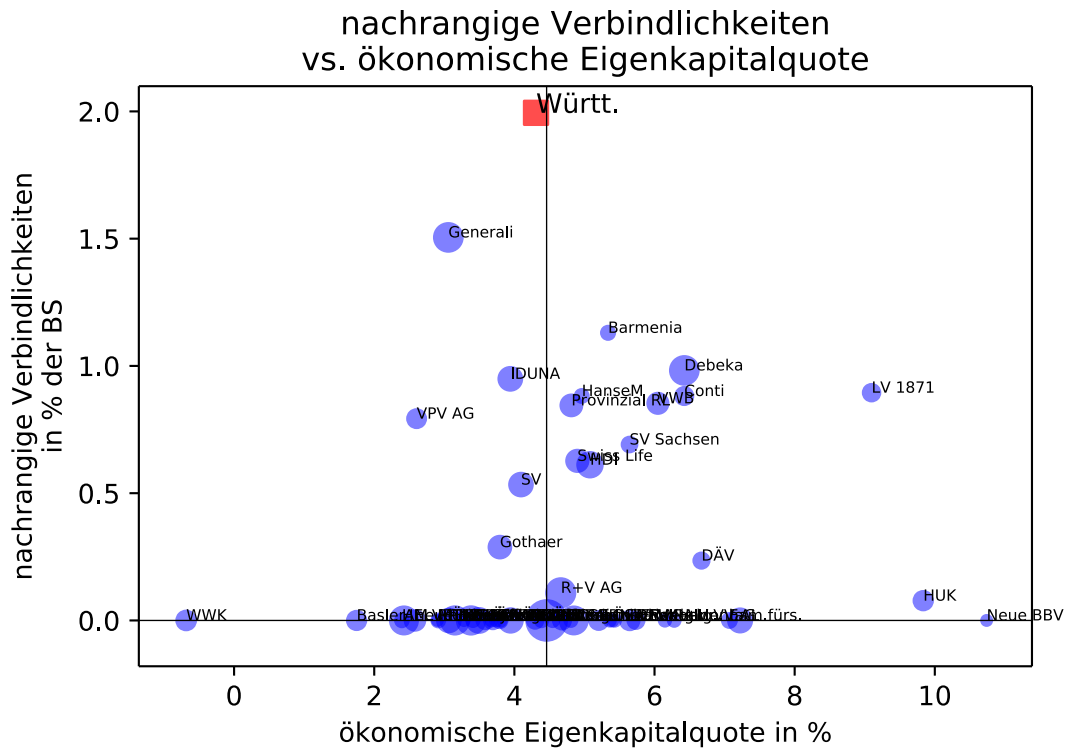
# Ursachenanalyse





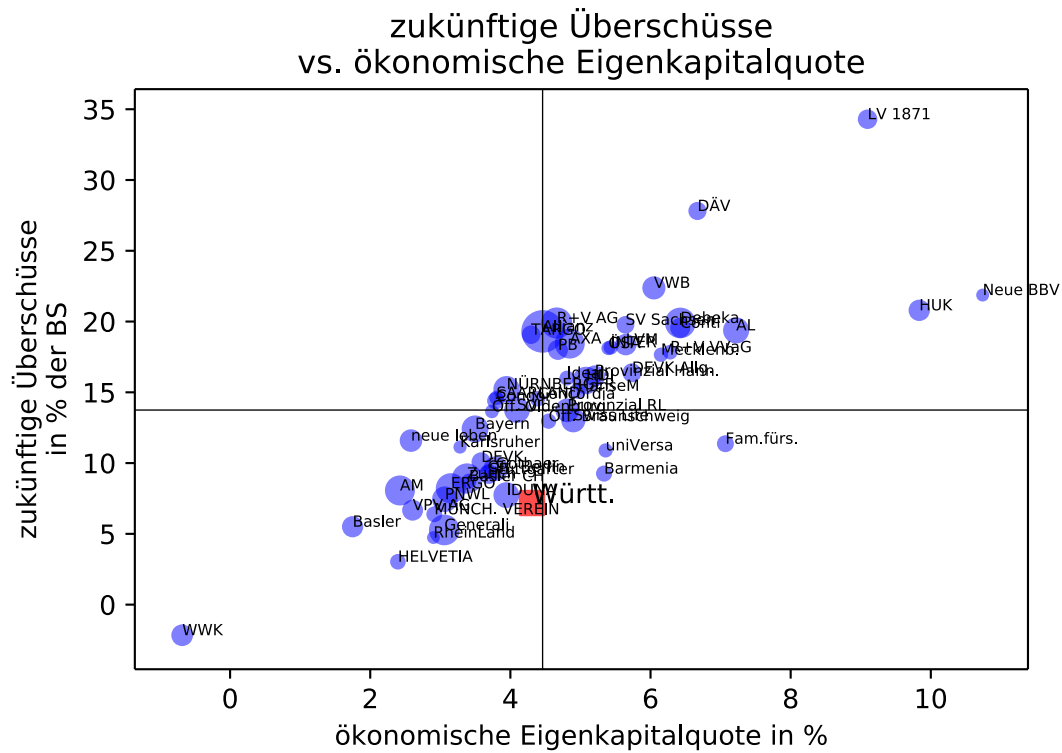
## 9 Marktvergleich

Die größte Stärke der Württembergische Leben ist die Quote der Größe "nachrangige Verbindlichkeiten". Von den 57 Unternehmen liegt die Gesellschaft damit auf Rang 1. Der Wert beträgt 1,99% der HGB-Bilanzsumme. Im Vergleich zum Median des Marktes in Höhe von 0,00% der HGB-Bilanzsumme erhöht dies die ökonomische Eigenkapitalquote um 1,99 Prozentpunkte.



Die Korrelation zwischen den dargestellten Größen beträgt im Markt 0,12.

Die größte Schwäche der Württembergische Leben ist die Quote der Größe "zukünftige Überschüsse". Von den 57 Unternehmen liegt die Gesellschaft damit auf Rang 50. Der Wert beträgt 7,18% der HGB-Bilanzsumme. Im Vergleich zum Median des Marktes in Höhe von 13,75% der HGB-Bilanzsumme reduziert dies die ökonomische Eigenkapitalquote um 1,57 Prozentpunkte.



Die Korrelation zwischen den dargestellten Größen beträgt im Markt 0,80.

## 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 1.267 Mio. Euro.
- Die ökonomische Eigenkapitalquote beträgt 4,31%.
- Die Gesellschaft liegt damit auf Platz 31 von 57 deutschen Lebensversicherern.
- Größte Stärke: nachrangige Verbindlichkeiten
- Größte Schwäche: zukünftige Überschüsse

### Risikotragfähigkeit

- Die Sicherheitsmittelquote beträgt 14,43%.
- Die Gesellschaft liegt damit auf Platz 45 von 57 deutschen Lebensversicherern.
- Die nachhaltige Gesamtverzinsung beträgt 3,89%.

## 11 Anhang: Die Daten

Nachfolgend ist dargestellt, wie die Württembergische 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>	Württ.	Min.	5% <sup>2</sup>	50% <sup>2</sup>	95% <sup>2</sup>	Max.
aktivische Bewertungsreserven	9	3.084	36	111	777	7.357	37.422
Buchwert Kapitalanlagen	8	26.948	543	999	5.324	41.224	178.901
Direktgutschrift	14	40,21	-0,00	0,00	1,37	149,77	295,24
Fondsgebundene LV	13	1.406	0	1	459	6.782	14.733
freie RSt für Beitragsrückerstattu.	7	694	6	17	160	1.067	6.841
Genussrechte	7	0,00	0,00	0,00	0,00	7,51	150,00
Gewinnabführung	20	0,00	0,00	0,00	0,00	35,72	499,00
HGB-Bilanzsumme	9	29.409	786	1.042	6.725	45.593	188.142
HGB-Deckungsrückstellung	8	24.700	494	907	4.599	37.488	163.662
HGB-Eigenkapital ohne GR und NV	13	349	11	19	105	755	1.598
Jahresüberschuss nach Steuern und.	4	25,00	-0,00	-0,00	1,33	26,00	79,00
Jahresüberschuss vor Steuern und G.	7	61,09	-31,59	0,55	13,26	85,41	655,27
Kapitalanlage-Aufwendungen	4	317	1	2	37	334	1.255
Kapitalanlage-Erträge	8	1.645	32	45	309	2.018	9.490
mittlerer Tarifrechnungszins	27	3,15%	2,01%	2,56%	3,12%	3,63%	3,86%
nachrangige Verbindlichkeiten	2	586,54	0,00	0,00	0,00	249,52	688,07
Risiko- und Übriges Ergebnis	27	35,26	-39,19	2,38	30,22	369,68	617,34
Rohüberschuss	10	261	2	6	69	524	2.339
Schlussüberschussanteil-Fonds	11	503	8	19	112	1.049	3.686
Steuern	7	36,09	-37,59	0,09	6,07	46,89	77,27
Zahlungen Versicherungsfälle	9	2.430	49	83	457	3.579	12.127
Zinsaufwand	8	1.103	11	36	202	1.658	6.513
Zinszusatzreserve	6	1.257	3	25	187	1.530	5.963
Zuführung zur RfB	11	159	0	4	38	305	1.583
ZZR-Aufwand	5	364	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>	Würtl.	Min.	5% <sup>2</sup>	50% <sup>2</sup>	95% <sup>2</sup>	Max.
Bestandsabbaurate	16	9,78%	5,12%	6,84%	8,92%	13,42%	16,22%
Garantie	8	25.673	352	898	4.717	38.797	164.764
Garantien und Optionen	3	84,80	0,00	0,03	4,59	80,86	257,18
HGB-DRSt ohne ZZR	8	23.443	492	874	4.376	36.352	157.699
HGB-DRSt ohne ZZR zzgl. FLV	9	24.849	656	890	5.757	38.185	162.248
HGB-Eigenkapital	4	935	11	19	132	976	1.598
Kapitalergebnis	8	1.328	27	43	239	1.824	8.235
latente Steuern	18	111	-49	5	56	491	2.264
Marktwert Kapitalanlagen	8	30.032	579	1.109	6.049	48.600	216.323
Marktwert-Bilanzsumme	9	32.493	851	1.153	7.120	51.056	225.565
nachhaltige Gesamtverzinsung	51	3,89%	3,09%	3,70%	4,37%	5,43%	7,36%
Nettoverzinsung	16	4,93%	3,43%	3,66%	4,43%	5,36%	6,63%
Passivduration	42	9,68	6,25	7,37	10,47	13,10	16,65
passivische Bewertungsreserven	52	-973	-4.469	-1.112	27	1.559	2.348
Puffer	14	2.976	60	131	1.101	8.365	40.053
Sicherheitsmittel	13	4.243	83	172	1.302	10.414	48.445
Sicherheitsmittelquote	45	14,43%	3,51%	10,47%	20,09%	29,84%	41,86%
sonstige Aktiva	10	1.054	26	32	239	1.712	4.692
sonstige Passiva	15	1.170	20	48	471	2.594	7.807
verfügbare RfB	8	1.197	19	41	290	1.856	10.526
Zinsergebnis	6	225	-149	-5	19	299	1.722
zukünftige Aktionärsgewinne	18	443	-392	20	223	1.966	9.057
zukünftige pass. vt. Überschüsse	27	341	-290	25	298	3.790	7.510
zukünftige pass. Zinsüberschüsse	47	-1.314	-8.612	-2.805	-381	-22	36
zukünftige Überschussbeteiligung	15	1.668	34	84	669	5.913	27.263
zukünftige Überschüsse	15	2.111	-209	93	892	7.879	36.320
ökonomische Eigenkapitalquote	31	4,31%	-0,68%	2,42%	4,46%	7,60%	10,74%
ökonomisches Eigenkapital	10	1.267	-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