

# Real Rate

## Finanzstärkeanalyse

### Württembergische Leben

10/2017



#### Wesentliche Ergebnisse

- Der faire Unternehmenswert beträgt 1.342 Mio. Euro.
- Die ökonomische Eigenkapitalquote beträgt 4,56%.
- Die Gesellschaft liegt damit auf Platz 38 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 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 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 883,51 Mio. Euro.

Aktiva	in Mio. Euro	Passiva	in Mio. Euro
Kapitalanlagen	27.085	HGB-Eigenkapital	884
Fondsgebundene LV	1.519	verfügbare RfB	1.172
Sonst. Aktiva	851	Deckungsrückstellung	24.693
		Fondsgebundene LV	1.519
		Sonst. Passiva	1.187
Aktiva	29.455	Passiva	29.455

## 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. 3,10%. Dieser wird mittels der Passivduration von ca. 9,7 auf den nachhaltigen Zins in Höhe von 1,68%, umbewertet. Unter Ansatz der bereits gestellten Zinszusatzreserve in Höhe von 1.527 Mio. Euro führt dies zu passivischen Zins-Bewertungsreserven von -1.681 Mio. Euro. Hinzu kommen passivische Bewertungsreserven aus Biometrie und Kosten in Höhe von 911,94 Mio. Euro. Die passivischen Bewertungsreserven betragen damit insgesamt -769,20 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 3.425 Mio. Euro.

Die Summe aus aktivischen und passivischen Bewertungsreserven beträgt insgesamt 2.656 Mio. Euro. Davon entfallen unter Anwendung der Mindestzuführungsverordnung 458,20 Mio. auf die Aktionärssphäre in Form von zukünftigen Aktionärgewinnen nach Steuern. Dies führt vom HGB-Eigenkapital zum ökonomischen Eigenkapital in der Marktwertbilanz. Die restlichen 2.197 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 52,95 Mio. Euro.

Aktiva	in Mio. Euro	Passiva	in Mio. Euro
Kapitalanlagen	30.510	ök. Eigenkapital	1.342
Fondsgebundene LV	1.519	Puffer	3.370
Sonst. Aktiva	851	Garantie	25.462
		Fondsgebundene LV	1.519
		Sonst. Passiva	1.187
<b>Aktiva</b>	<b>32.880</b>	<b>Passiva</b>	<b>32.880</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 4,56%. Sie liegt 0,33%-Punkte unter dem Median von 4,88% und damit auf Rang 38 von 57 Lebensversicherern.

Komponente ök. EK	in Mio. Euro	in % der HGB-Bilanzsumme
HGB-Eigenkapital	884	3,00
zukünftige Aktionärgewinne	611	2,07
Steuern	-153	-0,52
<b>ökonomisches Eigenkapital</b>	<b>1.342</b>	<b>4,56</b>

Der faire Unternehmenswert der Württembergische Leben beträgt gemäß der RealRate-Analyse 1.342 Mio. Euro. Diesen Wert vergleichen wir mit der Angabe aus dem veröffentlichten Solvency and Financial Condition Report der Württembergische Leben: Die Basiseigenmittel - ohne Ansatz der Übergangsmaßnahme und der Volatilitätsanpassung - betragen dort 1.683 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 11,44%.

Puffer-Komponente	in Mio. Euro	in % der HGB-Bilanzsumme
verfügbare RfB	1.172	3,98
Überschussbeteiligung	2.045	6,94
Steuern	153	0,52
<b>Puffer</b>	<b>3.370</b>	<b>11,44</b>

## 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 16,00%.

Komponente Sicherheitsmittel	in Mio. Euro	in % der HGB-Bilanzsumme
HGB-Eigenkapital	884	3,00
verfügbare RfB	1.172	3,98
zukünftige Überschüsse	2.656	9,02
<b>Sicherheitsmittel</b>	<b>4.711</b>	<b>16,00</b>

Die nachhaltige Gesamtverzinsung, die im Mittel aus der künftigen Überschussbeteiligung finanzierbar ist, beträgt 4,01%. Davon beträgt der mittlere garantierte Rechnungszins 3,10%.

## 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 2. Der Wert beträgt 1,70% der HGB-Bilanzsumme. Im Vergleich zum Median des Marktes in Höhe von 0,00% der HGB-Bilanzsumme erhöht dies die ökonomische Eigenkapitalquote um 1,70 Prozentpunkte. Die weiteren Stärken sind die Größen "HGB-Eigenkapital" und "latente Steuern". Die größten Schwächen sind die Größen "zukünftige Überschüsse", "zukünftige Aktionärsgewinne" und "Risiko- und Übriges Ergebnis".

Größe <sup>0</sup>	Rang <sup>1</sup>	Württ.	Markt <sup>2</sup>	Effekt <sup>3</sup> ökonomische Eigenkapitalquote
Quote nachrangige Verbindlicheite.	2	1,70%	0,00%	1,70%
Quote HGB-Eigenkapital	13	3,00%	2,14%	0,86%
Quote latente Steuern	45	0,52%	0,95%	0,43%
Quote Zinszusatzreserve	17	5,18%	4,40%	0,22%
Quote Zahlungen Versicherungsfälle	17	8,49%	7,54%	0,20%
Passivduration	42	9,70	10,40	0,15%
Bestandsabbaurate	16	10,13%	9,36%	0,14%
Quote zukünftige pass. Zinsübersch.	25	-5,71%	-5,96%	0,06%
mittlerer Tarifrrechnungs-zins	32	3,10%	3,12%	0,03%
Quote Marktwert Kapitalanlagen	35	103,58%	105,14%	0,01%
...	...	...	...	...
Quote Fondsgebundene LV	24	5,16%	3,93%	-0,03%
Quote HGB-DRSt ohne ZZR	24	78,65%	76,52%	-0,11%
Quote HGB-Deckungsrückstellung	24	83,83%	81,27%	-0,13%
Quote aktivische Bewertungsreserve.	36	11,63%	12,95%	-0,31%
Quote HGB-Eigenkapital ohne GR und.	40	1,30%	1,70%	-0,40%
Quote passivische Bewertungsreserv.	48	-2,61%	1,46%	-0,90%
Quote zukünftige pass. vt. Übersch.	50	3,10%	7,23%	-0,91%
Quote Risiko- und Übriges Ergebnis	49	0,32%	0,76%	-0,94%
Quote zukünftige Aktionärsgewinne	45	2,07%	3,80%	-1,29%
Quote zukünftige Überschüsse	48	9,02%	15,26%	-1,38%

<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.

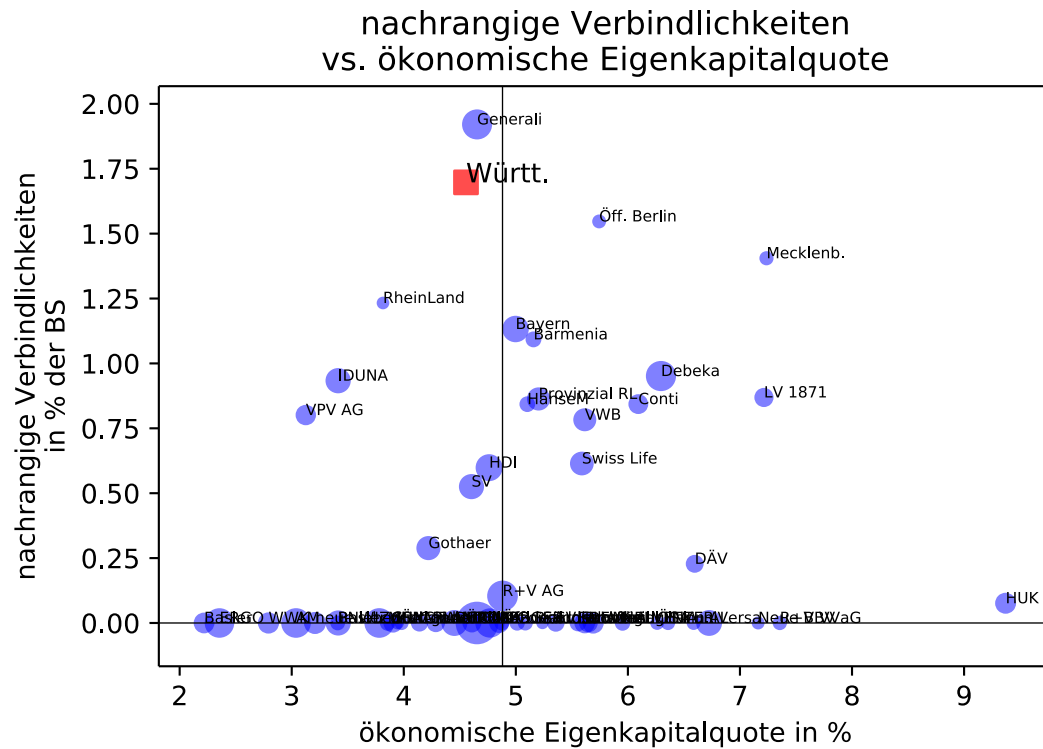
Die Größen "nachrangige Verbindlichkeiten", "HGB-Eigenkapital" und "latente Steuern" wirken stark positiv und sind grün dargestellt. Zudem wird deutlich, welche anderen Größen sie beeinflussen. Hingegen wirken die Größen "zukünftige Überschüsse", "zukünftige Aktionärgewinne" und "Risiko- und Übriges Ergebnis" sehr negativ auf die ökonomische Eigenkapitalquote und sind rot eingefärbt. Insgesamt liegt die ökonomische Eigenkapitalquote 0,33%-Punkte unter dem Median des Marktes.





## 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 2. Der Wert beträgt 1,70% der HGB-Bilanzsumme. Im Vergleich zum Median des Marktes in Höhe von 0,00% der HGB-Bilanzsumme erhöht dies die ökonomische Eigenkapitalquote um 1,70 Prozentpunkte.



Die Korrelation zwischen den dargestellten Größen beträgt im Markt 0,10.



## 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 1.342 Mio. Euro.
- Die ökonomische Eigenkapitalquote beträgt 4,56%.
- Die Gesellschaft liegt damit auf Platz 38 von 57 deutschen Lebensversicherern.
- Größte Stärke: nachrangige Verbindlichkeiten
- Größte Schwäche: zukünftige Überschüsse

### Risikotragfähigkeit

- Die Sicherheitsmittelquote beträgt 16,00%.
- Die Gesellschaft liegt damit auf Platz 43 von 57 deutschen Lebensversicherern.
- Die nachhaltige Gesamtverzinsung beträgt 4,01%.

## 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	3.425	52	99	905	8.189	46.357
Buchwert Kapitalanlagen	8	27.085	624	780	5.403	42.392	198.411
Direktgutschrift	14	41,57	0,00	0,00	1,96	147,89	312,79
Fondsgebundene LV	13	1.519	0	1	500	7.014	15.398
freie RSt für Beitragsrückerstattu.	6	738	6	18	166	1.071	7.230
Genussrechte	7	0,00	0,00	0,00	0,00	5,05	150,00
Gewinnabführung	20	0,00	0,00	0,00	0,00	71,80	410,00
HGB-Bilanzsumme	9	29.455	720	901	7.115	46.401	209.525
HGB-Deckungsrückstellung	8	24.693	572	696	4.707	38.145	172.624
HGB-Eigenkapital ohne GR und NV	12	384	11	19	129	755	1.598
Jahresüberschuss nach Steuern und.	2	35,00	-4,20	-0,06	1,20	24,88	44,00
Jahresüberschuss vor Steuern und G.	15	24,30	-4,97	-1,56	9,11	73,66	504,75
Kapitalanlage-Aufwendungen	2	237	0	1	21	158	1.290
Kapitalanlage-Erträge	9	1.351	29	37	293	1.867	9.711
mittlerer Tarifrechnungszins	32	3,10%	1,86%	2,51%	3,12%	3,65%	3,78%
nachrangige Verbindlichkeiten	2	500,00	0,00	0,00	0,00	329,52	888,17
Risiko- und Übriges Ergebnis	21	94,00	-44,04	3,11	35,22	409,71	755,08
Rohüberschuss	10	219	-1	2	55	448	2.785
Schlussüberschussanteil-Fonds	11	435	0	14	100	853	3.677
Steuern	54	-10,70	-31,77	-11,47	3,17	31,83	94,75
Zahlungen Versicherungsfälle	9	2.500	56	91	503	3.602	13.507
Zinsaufwand	9	989	13	34	212	1.660	6.391
Zinszusatzreserve	6	1.527	5	41	272	2.057	7.941
Zuführung zur RfB	9	153	0	2	34	222	2.178
ZZR-Aufwand	15	270	2	11	76	524	1.978

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	10,13%	5,25%	7,02%	9,36%	14,26%	27,30%
Garantie	8	25.462	557	720	4.609	41.173	175.449
Garantien und Optionen	6	52,95	0,00	0,03	3,05	67,35	139,45
HGB-DRSt ohne ZZR	8	23.166	551	652	4.434	36.485	164.683
HGB-DRSt ohne ZZR zzgl. FLV	10	24.685	551	777	5.990	38.483	169.516
HGB-Eigenkapital	4	884	11	24	139	953	1.598
Kapitalergebnis	9	1.113	29	34	257	1.729	8.420
latente Steuern	15	153	-2	4	56	481	2.717
Marktwert Kapitalanlagen	8	30.510	676	857	6.337	50.180	244.768
Marktwert-Bilanzsumme	9	32.880	821	965	7.442	52.569	255.882
nachhaltige Gesamtverzinsung	45	4,01%	2,96%	3,72%	4,51%	5,44%	8,04%
Nettoverzinsung	36	4,11%	3,12%	3,33%	4,28%	5,08%	5,33%
Passivduration	42	9,70	4,07	7,16	10,40	13,41	17,26
passivische Bewertungsreserven	53	-769	-6.977	-896	32	1.574	2.389
Puffer	13	3.370	58	141	1.160	8.181	46.287
Sicherheitsmittel	13	4.711	89	176	1.373	10.345	56.037
Sicherheitsmittelquote	43	16,00%	6,91%	11,47%	22,08%	29,27%	33,52%
sonstige Aktiva	12	851	25	27	218	1.516	6.282
sonstige Passiva	13	1.187	34	54	449	2.588	19.564
verfügbare RfB	7	1.172	15	39	295	1.800	10.906
Zinsergebnis	6	125	-409	-42	15	175	2.030
zukünftige Aktionärgewinne	15	611	-16	15	224	1.924	10.868
zukünftige pass. vt. Überschüsse	21	912	-473	32	360	4.514	9.059
zukünftige pass. Zinsüberschüsse	47	-1.681	-11.884	-3.654	-462	-28	22
zukünftige Überschussbeteiligung	14	2.045	34	97	715	5.789	32.664
zukünftige Überschüsse	14	2.656	35	128	954	7.713	43.532
ökonomische Eigenkapitalquote	38	4,56%	2,22%	2,99%	4,88%	7,22%	9,37%
ökonomisches Eigenkapital	9	1.342	31	53	289	2.218	9.750

Angaben in Mio. Euro bzw. in Prozent

<sup>1</sup> bei fallender Sortierung

<sup>2</sup> Quantil von 57 Versicherern