

# Real Rate

## Finanzstärkeanalyse

### Württembergische Leben

10/2018



#### Wesentliche Ergebnisse

- Der faire Unternehmenswert beträgt 1.379 Mio. Euro.
- Die ökonomische Eigenkapitalquote beträgt 4,64%.
- Die Gesellschaft liegt damit auf Platz 38 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 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 906,51 Mio. Euro.

Aktiva	in Mio. Euro	Passiva	in Mio. Euro
Kapitalanlagen	27.097	HGB-Eigenkapital	907
Fondsgebundene LV	1.794	verfügbare RfB	1.121
Sonst. Aktiva	813	Deckungsrückstellung	24.813
		Fondsgebundene LV	1.794
		Sonst. Passiva	1.069
Aktiva	29.704	Passiva	29.704

## 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. 10,3 auf den nachhaltigen Zins in Höhe von 1,90%, umbewertet. Unter Ansatz der bereits gestellten Zinszusatzreserve in Höhe von 1.945 Mio. Euro führt dies zu passivischen Zins-Bewertungsreserven von -924,34 Mio. Euro. Hinzu kommen passivische Bewertungsreserven aus Biometrie und Kosten in Höhe von 821,14 Mio. Euro. Die passivischen Bewertungsreserven betragen damit insgesamt -103,20 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 2.888 Mio. Euro.

Die Summe aus aktivischen und passivischen Bewertungsreserven beträgt insgesamt 2.785 Mio. Euro. Davon entfallen unter Anwendung der Mindestzuführungsverordnung 472,74 Mio. auf die Aktionärssphäre in Form von zukünftigen Aktionärgewinnen nach Steuern. Dies führt vom HGB-Eigenkapital zum ökonomischen Eigenkapital in der Marktwertbilanz. Die restlichen 2.312 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 65,94 Mio. Euro.

Aktiva	in Mio. Euro	Passiva	in Mio. Euro
Kapitalanlagen	29.985	ök. Eigenkapital	1.379
Fondsgebundene LV	1.794	Puffer	3.434
Sonst. Aktiva	813	Garantie	24.916
		Fondsgebundene LV	1.794
		Sonst. Passiva	1.069
<b>Aktiva</b>	<b>32.592</b>	<b>Passiva</b>	<b>32.592</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 4,64%. Sie liegt 0,45%-Punkte unter dem Median von 5,10% und damit auf Rang 38 von 58 Lebensversicherern.

Komponente ök. EK	in Mio. Euro	in % der HGB-Bilanzsumme
HGB-Eigenkapital	907	3,05
zukünftige Aktionärgewinne	630	2,12
Steuern	-158	-0,53
<b>ökonomisches Eigenkapital</b>	<b>1.379</b>	<b>4,64</b>

Der faire Unternehmenswert der Württembergische Leben beträgt gemäß der RealRate-Analyse 1.379 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 2.363 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 11,56%.

Puffer-Komponente	in Mio. Euro	in % der HGB-Bilanzsumme
verfügbare RfB	1.121	3,77
Überschussbeteiligung	2.155	7,25
Steuern	158	0,53
<b>Puffer</b>	<b>3.434</b>	<b>11,56</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 16,20%.

Komponente Sicherheitsmittel	in Mio. Euro	in % der HGB-Bilanzsumme
HGB-Eigenkapital	907	3,05
verfügbare RfB	1.121	3,77
zukünftige Überschüsse	2.785	9,38
<b>Sicherheitsmittel</b>	<b>4.813</b>	<b>16,20</b>

Die nachhaltige Gesamtverzinsung, die im Mittel aus der künftigen Überschussbeteiligung finanzierbar ist, beträgt 4,03%. Davon beträgt der mittlere garantierte Rechnungszins 3,12%.

## 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 2. Der Wert beträgt 1,68% der HGB-Bilanzsumme. Im Vergleich zum Median des Marktes in Höhe von 0,00% der HGB-Bilanzsumme erhöht dies die ökonomische Eigenkapitalquote um 1,68 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.	2	1,68%	0,00%	1,68%
Quote HGB-Eigenkapital	16	3,05%	2,32%	0,73%
Quote latente Steuern	50	0,53%	0,98%	0,45%
Quote Zahlungen Versicherungsfälle	9	7,64%	6,60%	0,22%
Quote Zinszusatzreserve	15	6,55%	5,73%	0,22%
Passivduration	48	10,31	11,45	0,21%
Bestandsabbaurate	11	9,21%	8,15%	0,19%
Quote Marktwert Kapitalanlagen	34	100,95%	102,44%	0,01%
Quote Buchwert Kapitalanlagen	33	91,22%	92,31%	0,01%
Quote freie RSt für Beitragsrücker.	22	2,37%	2,12%	0,01%
...	...	...	...	...
Quote HGB-Deckungsrückstellung	27	83,53%	82,01%	-0,07%
Quote HGB-DRSt ohne ZZR	26	76,99%	74,79%	-0,11%
mittlerer Tarifrachungszins	18	3,12%	3,03%	-0,17%
Quote aktivische Bewertungsreserve.	36	9,72%	10,56%	-0,20%
Quote HGB-Eigenkapital ohne GR und.	42	1,37%	1,74%	-0,37%
Quote Risiko- und Übriges Ergebnis	50	0,27%	0,69%	-0,98%
Quote passivische Bewertungsreserv.	52	-0,35%	4,62%	-1,12%
Quote zukünftige pass. vt. Übersch.	51	2,76%	8,02%	-1,18%
Quote zukünftige Aktionärgewinne	50	2,12%	3,94%	-1,36%
Quote zukünftige Überschüsse	49	9,38%	15,92%	-1,47%

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

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

<sup>2</sup> Median

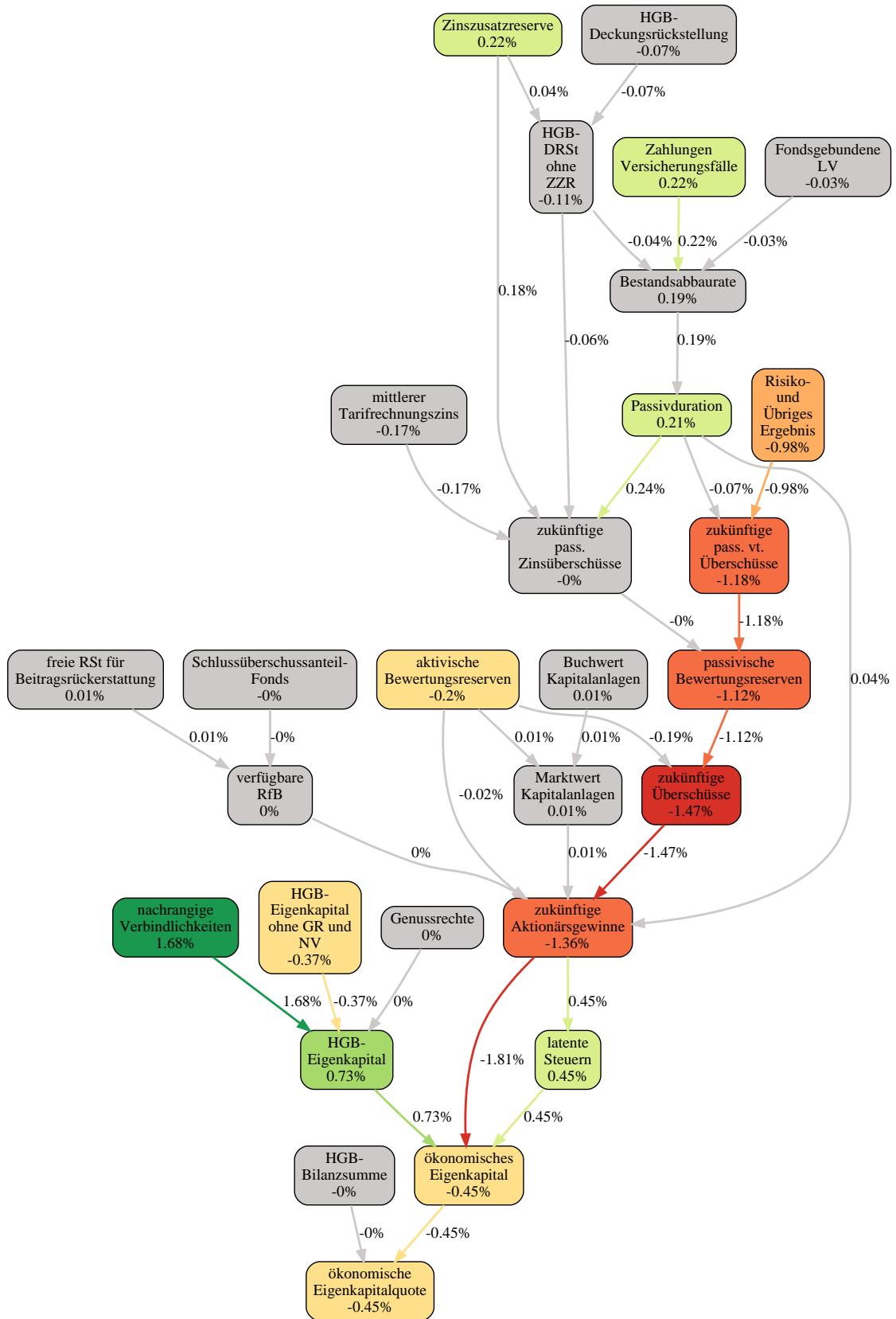
<sup>3</sup> Änderung in Prozentpunkten

## 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 "zukünftige pass. vt. Überschüsse" sehr negativ auf die ökonomische Eigenkapitalquote und sind rot eingefärbt. Insgesamt liegt die ökonomische Eigenkapitalquote 0,45%-Punkte unter dem Median des Marktes.

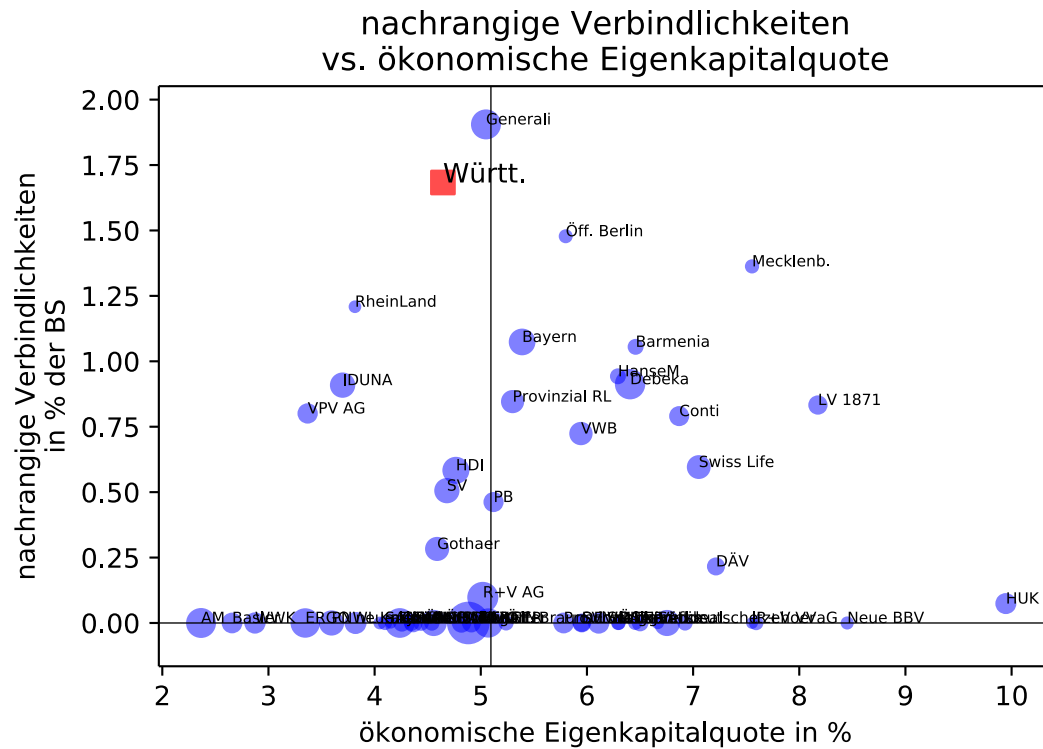
# Ursachenanalyse





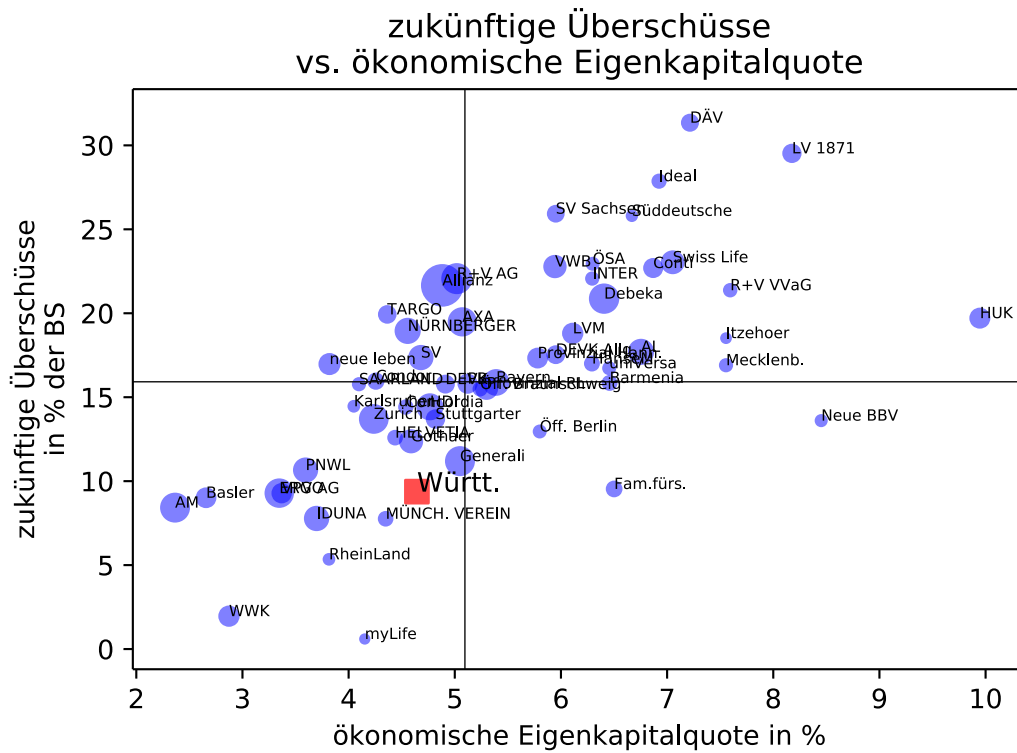
## 9 Marktvergleich

Die größte Stärke der Württembergische Leben ist die Quote der Größe "nachrangige Verbindlichkeiten". Von den 58 Unternehmen liegt die Gesellschaft damit auf Rang 2. Der Wert beträgt 1,68% der HGB-Bilanzsumme. Im Vergleich zum Median des Marktes in Höhe von 0,00% der HGB-Bilanzsumme erhöht dies die ökonomische Eigenkapitalquote um 1,68 Prozentpunkte.



Die Korrelation zwischen den dargestellten Größen beträgt im Markt 0,09.

Die größte Schwäche der Württembergische Leben ist die Quote der Größe "zukünftige Überschüsse". Von den 58 Unternehmen liegt die Gesellschaft damit auf Rang 49. Der Wert beträgt 9,38% der HGB-Bilanzsumme. Im Vergleich zum Median des Marktes in Höhe von 15,92% der HGB-Bilanzsumme reduziert dies die ökonomische Eigenkapitalquote um 1,47 Prozentpunkte.



## 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 1.379 Mio. Euro.
- Die ökonomische Eigenkapitalquote beträgt 4,64%.
- Die Gesellschaft liegt damit auf Platz 38 von 58 deutschen Lebensversicherern.
- Größte Stärke: nachrangige Verbindlichkeiten
- Größte Schwäche: zukünftige Überschüsse

### Risikotragfähigkeit

- Die Sicherheitsmittelquote beträgt 16,20%.
- Die Gesellschaft liegt damit auf Platz 48 von 58 deutschen Lebensversicherern.
- Die nachhaltige Gesamtverzinsung beträgt 4,03%.

## 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	10	2.888	2	79	728	6.702	43.177
Buchwert Kapitalanlagen	8	27.097	159	705	5.542	42.612	201.429
Direktgutschrift	44	0,00	0,00	0,00	1,38	141,97	292,78
Fondsgebundene LV	13	1.794	0	1	555	7.510	17.047
freie RSt für Beitragsrückerstattu.	6	703	2	7	158	984	7.494
Genussrechte	7	0,00	0,00	0,00	0,00	4,56	150,00
Gewinnabführung	23	0,00	0,00	0,00	0,00	126,32	381,00
HGB-Bilanzsumme	9	29.704	453	812	7.052	46.981	212.307
HGB-Deckungsrückstellung	9	24.813	141	614	4.790	38.361	186.414
HGB-Eigenkapital ohne GR und NV	11	407	11	20	126	753	1.764
Jahresüberschuss nach Steuern und.	7	23,00	-0,00	-0,00	1,92	35,46	166,00
Jahresüberschuss vor Steuern und G.	57	-8,81	-15,07	-1,31	8,57	182,70	595,87
Kapitalanlage-Aufwendungen	2	180	0	1	21	145	1.710
Kapitalanlage-Erträge	9	1.349	9	29	296	2.033	10.943
mittlerer Tarifrechnungszins	18	3,12%	1,69%	2,30%	3,03%	3,44%	3,60%
nachrangige Verbindlichkeiten	2	500,00	0,00	0,00	0,00	322,14	888,17
Risiko- und Übriges Ergebnis	23	79,63	-6,39	3,73	38,50	379,14	517,07
Rohüberschuss	19	117	-2	3	60	506	2.649
Schlussüberschussanteil-Fonds	11	419	1	9	101	795	3.358
Steuern	56	-31,81	-63,26	-18,20	1,14	47,12	60,42
Zahlungen Versicherungsfälle	9	2.270	19	56	447	3.404	11.830
Zinsaufwand	9	1.131	4	31	226	1.797	7.101
Zinszusatzreserve	7	1.945	5	45	358	2.749	10.615
Zuführung zur RfB	11	126	0	1	41	224	1.952
ZZR-Aufwand	12	418	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>	Würtl.	Min.	5% <sup>2</sup>	50% <sup>2</sup>	95% <sup>2</sup>	Max.
Bestandsabbaurate	11	9,21%	4,77%	5,54%	8,15%	10,59%	12,64%
Garantie	8	24.916	141	519	4.529	39.701	183.605
Garantien und Optionen	5	65,94	0,00	0,03	4,59	72,06	102,83
HGB-DRSt ohne ZZR	9	22.868	136	584	4.450	35.668	175.798
HGB-DRSt ohne ZZR zzgl. FLV	10	24.662	398	653	5.663	40.144	181.104
HGB-Eigenkapital	4	907	12	22	152	955	1.764
Kapitalergebnis	9	1.169	7	27	270	1.974	9.233
latente Steuern	16	158	-1	5	68	526	2.867
Marktwert Kapitalanlagen	8	29.985	161	785	6.302	47.723	244.606
Marktwert-Bilanzsumme	9	32.592	455	864	7.593	51.483	255.484
nachhaltige Gesamtverzinsung	44	4,03%	2,56%	3,65%	4,27%	5,29%	6,85%
Nettoverzinsung	30	4,31%	3,15%	3,56%	4,33%	5,41%	5,84%
Passivduration	48	10,31	7,83	9,13	11,45	15,89	17,98
passivische Bewertungsreserven	54	-103	-2.698	-171	224	2.599	4.569
Puffer	15	3.434	11	118	1.167	8.572	48.238
Sicherheitsmittel	14	4.813	29	168	1.442	10.837	58.603
Sicherheitsmittelquote	48	16,20%	6,47%	11,77%	22,59%	31,97%	37,16%
sonstige Aktiva	11	813	15	24	204	1.661	5.572
sonstige Passiva	14	1.069	23	42	452	2.540	7.970
verfügbare RfB	8	1.121	4	14	284	1.665	10.853
Zinsergebnis	16	38	-413	-83	15	276	2.132
zukünftige Aktionärsgewinne	16	630	-5	22	274	2.102	11.468
zukünftige pass. vt. Überschüsse	24	821	-55	40	448	4.104	7.155
zukünftige pass. Zinsüberschüsse	49	-924	-4.346	-1.719	-188	0	294
zukünftige Überschussbeteiligung	16	2.155	7	91	823	6.328	34.519
zukünftige Überschüsse	16	2.785	3	121	1.097	8.430	45.986
ökonomische Eigenkapitalquote	38	4,64%	2,37%	3,28%	5,10%	7,68%	9,95%
ökonomisches Eigenkapital	11	1.379	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