

Real Rate

Finanzstärkeanalyse

Württembergische Leben

10/2019



Wesentliche Ergebnisse

- Der faire Unternehmenswert beträgt 1.255 Mio. Euro.
- Die ökonomische Eigenkapitalquote beträgt 4,22%.
- Die Gesellschaft liegt damit auf Platz 42 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 2018 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 938,51 Mio. Euro.

Aktiva	in Mio. Euro	Passiva	in Mio. Euro
Kapitalanlagen	27.295	HGB-Eigenkapital	939
Fondsgebundene LV	1.598	verfügbare RfB	1.138
Sonst. Aktiva	869	Deckungsrückstellung	24.941
		Fondsgebundene LV	1.598
		Sonst. Passiva	1.146
Aktiva	29.762	Passiva	29.762

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. 3,06%. Dieser wird mittels der Passivduration von ca. 10,6 auf den nachhaltigen Zins in Höhe von 1,83%, umbewertet. Unter Ansatz der bereits gestellten Zinszusatzreserve in Höhe von 2.089 Mio. Euro führt dies zu passivischen Zins-Bewertungsreserven von -890,26 Mio. Euro. Hinzu kommen passivische Bewertungsreserven aus Biometrie und Kosten in Höhe von 1.088 Mio. Euro. Die passivischen Bewertungsreserven betragen damit insgesamt 197,83 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 2.058 Mio. Euro.

Die Summe aus aktivischen und passivischen Bewertungsreserven beträgt insgesamt 2.256 Mio. Euro. Davon entfallen unter Anwendung der Mindestzuführungsverordnung 316,77 Mio. auf die Aktionärssphäre in Form von zukünftigen Aktionärgewinnen nach Steuern. Dies führt vom HGB-Eigenkapital zum ökonomischen Eigenkapital in der Marktwertbilanz. Die restlichen 1.939 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 141,56 Mio. Euro.

Aktiva	in Mio. Euro	Passiva	in Mio. Euro
Kapitalanlagen	29.353	ök. Eigenkapital	1.255
Fondsgebundene LV	1.598	Puffer	3.077
Sonst. Aktiva	869	Garantie	24.744
		Fondsgebundene LV	1.598
		Sonst. Passiva	1.146
Aktiva	31.819	Passiva	31.819

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 4,22%. Sie liegt 0,63%-Punkte unter dem Median von 4,85% und damit auf Rang 42 von 57 Lebensversicherern.

Komponente ök. EK	in Mio. Euro	in % der HGB-Bilanzsumme
HGB-Eigenkapital	939	3,15
zukünftige Aktionärgewinne	422	1,42
Steuern	-106	-0,35
ökonomisches Eigenkapital	1.255	4,22

Der faire Unternehmenswert der Württembergische Leben beträgt gemäß der RealRate-Analyse 1.255 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 2.367 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 10,34%.

Puffer-Komponente	in Mio. Euro	in % der HGB-Bilanzsumme
verfügbare RfB	1.138	3,82
Überschussbeteiligung	1.833	6,16
Steuern	106	0,35
Puffer	3.077	10,34

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 14,56%.

Komponente Sicherheitsmittel	in Mio. Euro	in % der HGB-Bilanzsumme
HGB-Eigenkapital	939	3,15
verfügbare RfB	1.138	3,82
zukünftige Überschüsse	2.256	7,58
Sicherheitsmittel	4.333	14,56

Die nachhaltige Gesamtverzinsung, die im Mittel aus der künftigen Überschussbeteiligung finanzierbar ist, beträgt 3,81%. Davon beträgt der mittlere garantierte Rechnungszins 3,06%.

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 3. 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 "passivische Bewertungsreserven".

Größe ⁰	Rang ¹	Württ.	Markt ²	Effekt ³ ökonomische Eigenkapitalquote
Quote nachrangige Verbindlichkeiten.	3	1,68%	0,00%	1,68%
Quote HGB-Eigenkapital	16	3,15%	2,46%	0,69%
Quote latente Steuern	51	0,35%	0,87%	0,51%
Passivduration	42	10,63	11,62	0,20%
Bestandsabbaurate	16	8,97%	8,10%	0,18%
Quote Zinszusatzreserve	13	7,02%	6,44%	0,18%
Quote Zahlungen Versicherungsfälle	17	7,37%	6,73%	0,16%
Quote Marktwert Kapitalanlagen	37	98,63%	100,99%	0,03%
Quote freie RSt für Beitragsrücker.	15	2,48%	1,89%	0,03%
Quote Buchwert Kapitalanlagen	33	91,71%	92,70%	0,01%
...
Quote zukünftige pass. Zinsübersch.	36	-2,99%	-2,62%	-0,10%
Quote HGB-DRSt ohne ZZR	27	76,79%	75,03%	-0,10%
mittlerer Tarifrechnungszins	19	3,06%	2,94%	-0,25%
Quote HGB-Eigenkapital ohne GR und.	38	1,47%	1,78%	-0,30%
Quote aktivische Bewertungsreserve.	36	6,91%	8,43%	-0,45%
Quote Risiko- und Übriges Ergebnis	47	0,34%	0,68%	-0,91%
Quote zukünftige pass. vt. Übersch.	50	3,66%	8,14%	-1,15%
Quote passivische Bewertungsreserv.	50	0,66%	5,47%	-1,23%
Quote zukünftige Aktionärgewinne	51	1,42%	3,46%	-1,53%
Quote zukünftige Überschüsse	51	7,58%	14,44%	-1,76%

⁰ Quote bezogen auf HGB-Bilanzsumme

¹ von 57 Versicherern bei fallender Sortierung

² Median

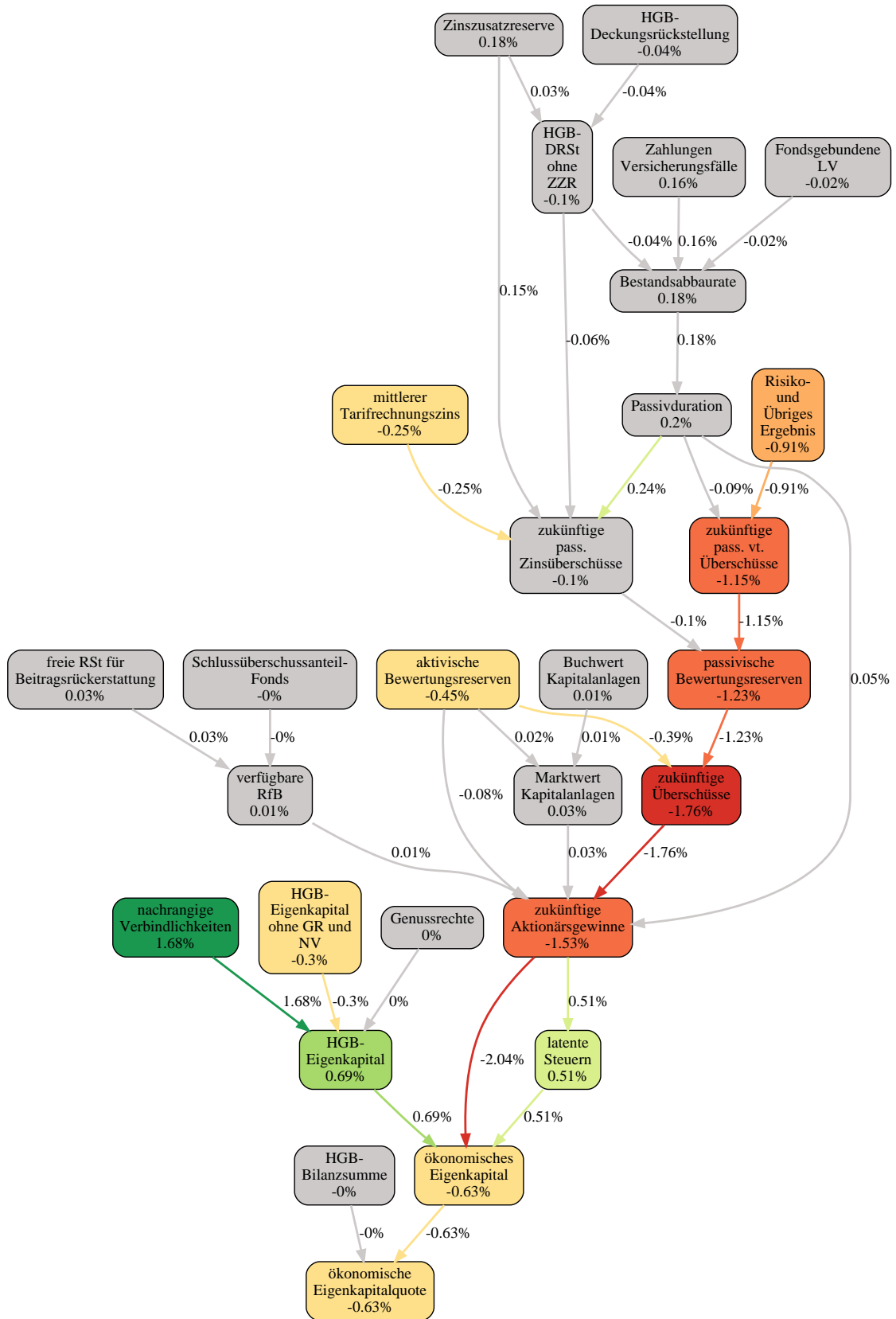
³ Änderung in Prozentpunkten

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.

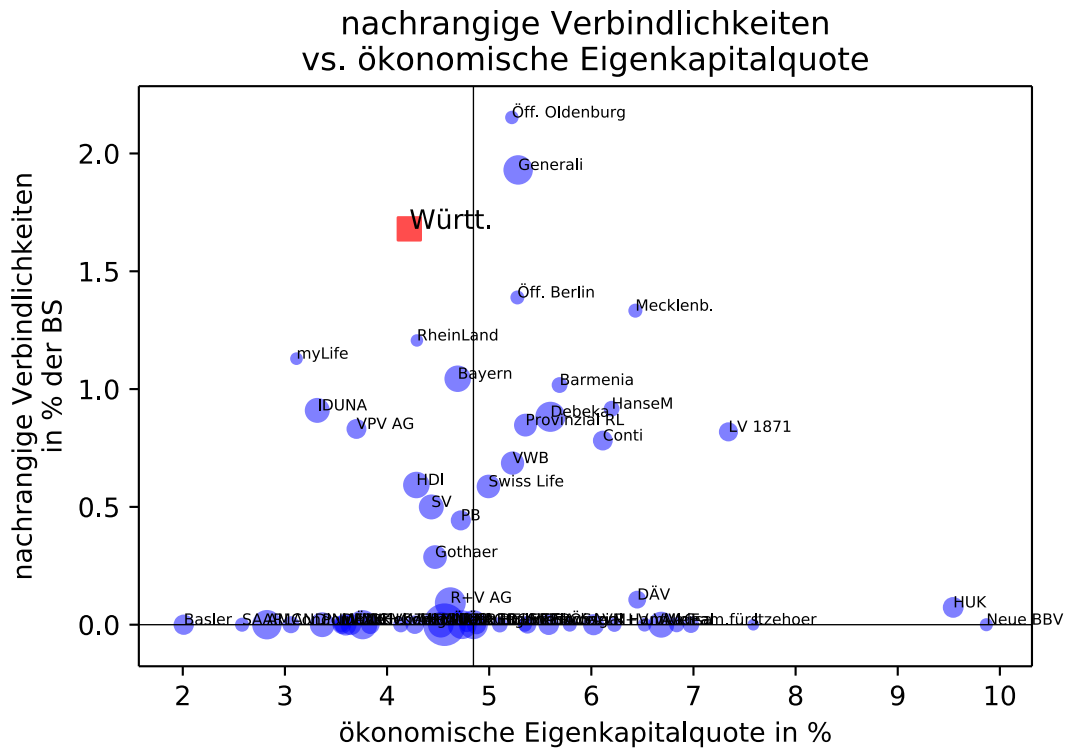
Die Größen "nachrangige Verbindlichkeiten", "HGB-Eigenkapital" und "latente Steuern" wirken stark positiv und sind grün dargestellt. Zudem wird deutlich, welche anderen Größen sie beeinflussen. Hingegen wirken die Größen "zukünftige Überschüsse", "zukünftige Aktionärgewinne" und "passivische Bewertungsreserven" sehr negativ auf die ökonomische Eigenkapitalquote und sind rot eingefärbt. Insgesamt liegt die ökonomische Eigenkapitalquote 0,63%-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 3. 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 0,01.

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 1.255 Mio. Euro.
- Die ökonomische Eigenkapitalquote beträgt 4,22%.
- Die Gesellschaft liegt damit auf Platz 42 von 57 deutschen Lebensversicherern.
- Größte Stärke: nachrangige Verbindlichkeiten
- Größte Schwäche: zukünftige Überschüsse

Risikotragfähigkeit

- Die Sicherheitsmittelquote beträgt 14,56%.
- Die Gesellschaft liegt damit auf Platz 51 von 57 deutschen Lebensversicherern.
- Die nachhaltige Gesamtverzinsung beträgt 3,81%.

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 ¹	Württ.	Min.	5% ²	50% ²	95% ²	Max.
aktivische Bewertungsreserven	11	2.058	-9	69	573	5.360	34.732
Buchwert Kapitalanlagen	9	27.295	179	786	5.662	43.049	217.161
Direktgutschrift	40	0,00	0,00	0,00	0,60	122,33	307,99
Fondsgebundene LV	13	1.598	0	2	590	6.699	15.628
freie RSt für Beitragsrückerstattu.	6	739	2	11	156	932	7.856
Genussrechte	5	0,00	0,00	0,00	0,00	4,07	150,00
Gewinnabführung	22	0,00	0,00	0,00	0,00	58,50	161,60
HGB-Bilanzsumme	9	29.762	595	1.019	7.678	46.958	226.472
HGB-Deckungsrückstellung	9	24.941	211	717	5.040	38.783	200.281
HGB-Eigenkapital ohne GR und NV	11	439	15	23	137	759	2.456
Jahresüberschuss nach Steuern und.	3	32,00	-130,00	-0,00	1,30	28,40	692,00
Jahresüberschuss vor Steuern und G.	6	98,00	0,02	0,88	16,95	121,18	849,60
Kapitalanlage-Aufwendungen	2	401,53	0,34	1,47	37,00	284,01	536,32
Kapitalanlage-Erträge	6	1.476	10	34	266	1.656	9.436
mittlerer Tarifrchnungszins	19	3,06%	1,61%	2,14%	2,94%	3,51%	3,70%
nachrangige Verbindlichkeiten	2	500,00	0,00	0,00	0,00	329,52	888,17
Risiko- und Übriges Ergebnis	21	102,37	0,45	2,80	38,60	409,58	702,42
Rohüberschuss	9	335	2	6	76	629	3.251
Schlussüberschussanteil-Fonds	12	400	2	12	94	746	3.157
Steuern	5	66,00	-4,05	-0,25	6,35	77,56	284,31
Zahlungen Versicherungsfälle	10	2.192	26	69	496	3.348	12.650
Zinsaufwand	9	842	6	22	177	1.316	6.352
Zinszusatzreserve	8	2.089	7	55	392	3.034	12.482
Zuführung zur RfB	6	237	1	2	43	394	2.287
ZZR-Aufwand	11	144	-13	3	30	269	1.867

Angaben in Mio. Euro bzw. in Prozent

¹ bei fallender Sortierung

² Quantil von 57 Versicherern

Output-Variablen

Größe	Rang ¹	Würtl.	Min.	5% ²	50% ²	95% ²	Max.
Bestandsabbaurate	16	8,97%	4,73%	5,77%	8,10%	11,68%	13,23%
Garantie	8	24.744	204	670	4.677	37.339	192.586
Garantien und Optionen	2	141,56	0,01	0,06	9,85	101,23	147,06
HGB-DRSt ohne ZZR	10	22.853	205	663	4.631	35.814	187.799
HGB-DRSt ohne ZZR zzgl. FLV	10	24.450	481	898	5.784	40.221	192.702
HGB-Eigenkapital	4	939	17	31	157	1.001	2.456
Kapitalergebnis	8	1.075	8	24	204	1.563	8.900
latente Steuern	21	106	-1	6	68	467	2.625
Marktwert Kapitalanlagen	9	29.353	170	825	6.272	47.606	251.893
Marktwert-Bilanzsumme	9	31.819	671	1.051	7.768	50.207	261.204
nachhaltige Gesamtverzinsung	43	3,81%	2,19%	3,48%	4,14%	5,11%	6,20%
Nettoverzinsung	9	3,94%	2,44%	2,59%	3,39%	4,17%	4,48%
Passivduration	42	10,63	7,56	8,43	11,62	15,54	18,33
passivische Bewertungsreserven	34	198	-208	-44	315	3.535	7.695
Puffer	15	3.077	23	140	1.257	7.810	45.565
Sicherheitsmittel	14	4.333	51	199	1.507	9.936	55.897
Sicherheitsmittelquote	51	14,56%	5,72%	11,96%	21,12%	30,59%	35,15%
sonstige Aktiva	10	869	15	26	203	1.595	4.408
sonstige Passiva	12	1.146	24	41	480	2.559	7.818
verfügbare RfB	8	1.138	6	21	307	1.620	11.013
Zinsergebnis	5	232	-196	-28	20	286	2.549
zukünftige Aktionärsgewinne	21	422	-6	23	272	1.868	10.501
zukünftige pass. vt. Überschüsse	21	1.088	4	27	501	5.139	9.777
zukünftige pass. Zinsüberschüsse	47	-890	-2.082	-1.397	-230	12	197
zukünftige Überschussbeteiligung	15	1.833	5	97	823	5.673	31.926
zukünftige Überschüsse	15	2.256	-1	123	1.095	7.541	42.427
ökonomische Eigenkapitalquote	42	4,22%	2,01%	3,01%	4,85%	7,39%	9,87%
ökonomisches Eigenkapital	11	1.255	28	44	324	2.471	10.332

Angaben in Mio. Euro bzw. in Prozent

¹ bei fallender Sortierung

² Quantil von 57 Versicherern