

# Real Rate

## Finanzstärkeanalyse

### Generali Leben

10/2015



### Wesentliche Ergebnisse

- Der faire Unternehmenswert beträgt 1.493 Mio. Euro.
- Die ökonomische Eigenkapitalquote beträgt 3,36%.
- Die Gesellschaft liegt damit auf Platz 49 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 Generali Leben untersucht. Hierzu wird die handelsrechtliche Bilanz der Generali 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 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 838,03 Mio. Euro.

Aktiva	in Mio. Euro	Passiva	in Mio. Euro
Kapitalanlagen	39.628	HGB-Eigenkapital	838
Fondsgebundene LV	2.691	verfügbare RfB	1.393
Sonst. Aktiva	2.143	Deckungsrückstellung	36.134
		Fondsgebundene LV	2.691
		Sonst. Passiva	3.406
Aktiva	44.462	Passiva	44.462

## 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. 3,18%. Dieser wird mittels der Passivduration von ca. 10,1 auf den nachhaltigen Zins in Höhe von 1,82%, umbewertet. Unter Ansatz der bereits gestellten Zinszusatzreserve in Höhe von 1.113 Mio. Euro führt dies zu passivischen Zins-Bewertungsreserven von -3.667 Mio. Euro. Hinzu kommen passivische Bewertungsreserven aus Biometrie und Kosten in Höhe von 1.860 Mio. Euro. Die passivischen Bewertungsreserven betragen damit insgesamt -1.808 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 5.632 Mio. Euro.

Die Summe aus aktivischen und passivischen Bewertungsreserven beträgt insgesamt 3.824 Mio. Euro. Davon entfallen unter Anwendung der Mindestzuführungsverordnung 655,17 Mio. auf die Aktionärssphäre in Form von zukünftigen Aktionärgewinnen nach Steuern. Dies führt vom HGB-Eigenkapital zum ökonomischen Eigenkapital in der Marktwertbilanz. Die restlichen 3.169 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 82,46 Mio. Euro.

Aktiva	in Mio. Euro	Passiva	in Mio. Euro
Kapitalanlagen	45.260	ök. Eigenkapital	1.493
Fondsgebundene LV	2.691	Puffer	4.562
Sonst. Aktiva	2.143	Garantie	37.941
		Fondsgebundene LV	2.691
		Sonst. Passiva	3.406
<b>Aktiva</b>	<b>50.094</b>	<b>Passiva</b>	<b>50.094</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 3,36%. Sie liegt 1,15%-Punkte unter dem Median von 4,51% und damit auf Rang 49 von 58 Lebensversicherern.

Komponente ök. EK	in Mio. Euro	in % der HGB-Bilanzsumme
HGB-Eigenkapital	838	1,88
zukünftige Aktionärgewinne	874	1,96
Steuern	-218	-0,49
<b>ökonomisches Eigenkapital</b>	<b>1.493</b>	<b>3,36</b>

Der faire Unternehmenswert der Generali Leben beträgt gemäß der RealRate-Analyse 1.493 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 Generali Leben beträgt 10,26%.

Puffer-Komponente	in Mio. Euro	in % der HGB-Bilanzsumme
verfügbare RfB	1.393	3,13
Überschussbeteiligung	2.950	6,64
Steuern	218	0,49
Puffer	4.562	10,26

## 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 Generali Leben beträgt 13,62%.

Komponente Sicherheitsmittel	in Mio. Euro	in % der HGB-Bilanzsumme
HGB-Eigenkapital	838	1,88
verfügbare RfB	1.393	3,13
zukünftige Überschüsse	3.824	8,60
Sicherheitsmittel	6.055	13,62

Die nachhaltige Gesamtverzinsung, die im Mittel aus der künftigen Überschussbeteiligung finanzierbar ist, beträgt 4,01%. Davon beträgt der mittlere garantierte Rechnungszins 3,18%.

## 7 Die Stärken und Schwächen

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

Die größte Stärke der Generali Leben ist die Quote der Größe "nachrangige Verbindlichkeiten". Von den 58 Unternehmen liegt die Gesellschaft damit auf Rang 5. Der Wert beträgt 0,87% der HGB-Bilanzsumme. Im Vergleich zum Median des Marktes in Höhe von 0,00% der HGB-Bilanzsumme erhöht dies die ökonomische Eigenkapitalquote um 0,87 Prozentpunkte. Die weiteren Stärken sind die Größen "latente Steuern" und "zukünftige pass. Zinsüberschüsse". 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>	Generali	Markt <sup>2</sup>	Effekt <sup>3</sup> ökonomische Eigenkapitalquote
Quote nachrangige Verbindlichkeiten.	5	0,87%	0,00%	0,87%
Quote latente Steuern	48	0,49%	0,90%	0,41%
Quote zukünftige pass. Zinsübersch.	26	-8,25%	-8,69%	0,10%
Quote Zinszusatzreserve	18	2,50%	2,14%	0,10%
Passivduration	35	10,06	10,41	0,06%
mittlerer Tarifrechnungszins	35	3,18%	3,21%	0,06%
Bestandsabbaurate	24	9,56%	9,20%	0,06%
Quote Marktwert Kapitalanlagen	41	101,79%	109,10%	0,06%
Quote Zahlungen Versicherungsfälle	21	8,11%	7,83%	0,05%
Quote Buchwert Kapitalanlagen	39	89,13%	93,16%	0,03%
...	...	...	...	...
Quote freie RSt für Beitragsrücker.	58	0,63%	2,20%	-0,03%
Quote Fondsgebundene LV	22	6,05%	2,95%	-0,06%
Quote HGB-Eigenkapital	31	1,88%	2,01%	-0,12%
Quote passive Bewertungserv.	44	-4,07%	-2,50%	-0,35%
Quote Risiko- und Übriges Ergebnis	45	0,42%	0,60%	-0,42%
Quote zukünftige pass. vt. Übersch.	44	4,18%	6,50%	-0,51%
Quote aktive Bewertungsreserve.	48	12,67%	15,52%	-0,67%
Quote HGB-Eigenkapital ohne GR und.	51	1,01%	1,71%	-0,70%
Quote zukünftige Aktionärgewinne	48	1,96%	3,59%	-1,22%
Quote zukünftige Überschüsse	48	8,60%	14,44%	-1,29%

<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.

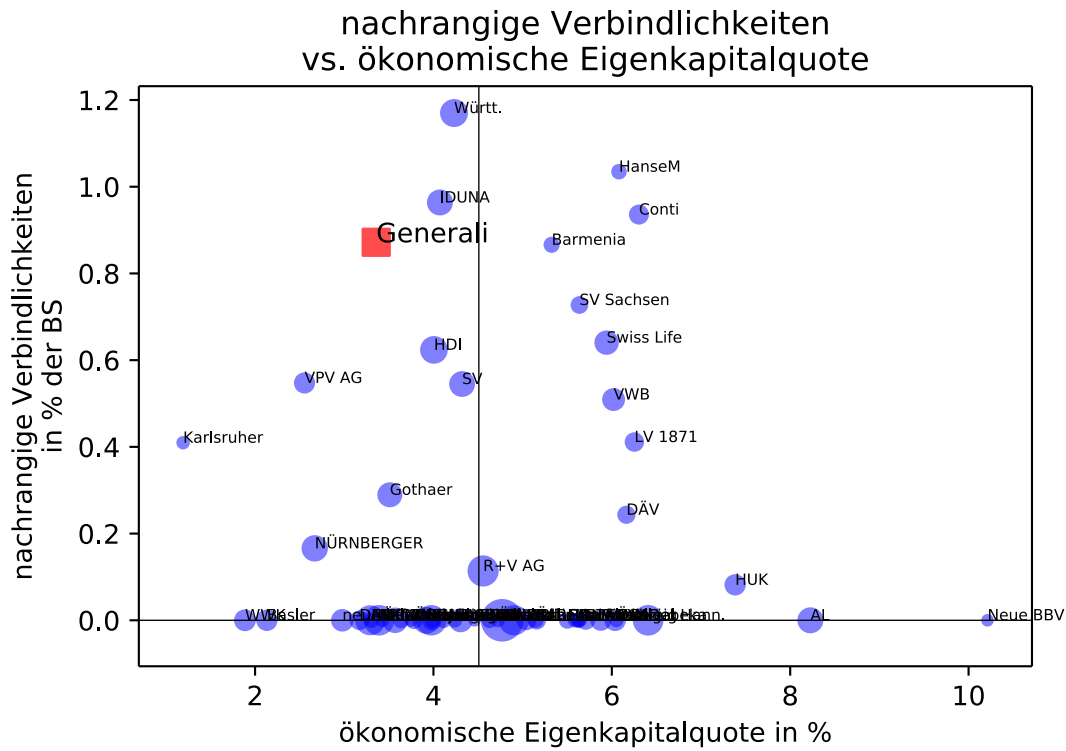
Die Größen "nachrangige Verbindlichkeiten", "latente Steuern" und "zukünftige pass. Zinsüberschüsse" wirken stark positiv und sind grün dargestellt. Zudem wird deutlich, welche anderen Größen sie beeinflussen. Hingegen wirken die Größen "zukünftige Überschüsse", "zukünftige Aktionärgewinne" und "HGB-Eigenkapital ohne GR und NV" sehr negativ auf die ökonomische Eigenkapitalquote und sind rot eingefärbt. Insgesamt liegt die ökonomische Eigenkapitalquote 1,15%-Punkte unter dem Median des Marktes.





## 9 Marktvergleich

Die größte Stärke der Generali Leben ist die Quote der Größe "nachrangige Verbindlichkeiten". Von den 58 Unternehmen liegt die Gesellschaft damit auf Rang 5. Der Wert beträgt 0,87% der HGB-Bilanzsumme. Im Vergleich zum Median des Marktes in Höhe von 0,00% der HGB-Bilanzsumme erhöht dies die ökonomische Eigenkapitalquote um 0,87 Prozentpunkte.



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



## 10 Zusammenfassung

Die wesentlichen Ergebnisse bezüglich der Finanzstärke und Risikotragfähigkeit der Generali 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 1.493 Mio. Euro.
- Die ökonomische Eigenkapitalquote beträgt 3,36%.
- Die Gesellschaft liegt damit auf Platz 49 von 58 deutschen Lebensversicherern.
- Größte Stärke: nachrangige Verbindlichkeiten
- Größte Schwäche: zukünftige Überschüsse

### Risikotragfähigkeit

- Die Sicherheitsmittelquote beträgt 13,62%.
- Die Gesellschaft liegt damit auf Platz 52 von 58 deutschen Lebensversicherern.
- Die nachhaltige Gesamtverzinsung beträgt 4,01%.

## 11 Anhang: Die Daten

Nachfolgend ist dargestellt, wie die Generali 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>	Generali	Min.	5% <sup>2</sup>	50% <sup>2</sup>	95% <sup>2</sup>	Max.
aktivische Bewertungsreserven	7	5.632	53	117	851	8.615	43.362
Buchwert Kapitalanlagen	4	39.628	438	840	5.097	39.961	169.434
Direktgutschrift	13	50,67	0,00	0,00	3,99	137,88	281,86
Fondsgebundene LV	7	2.691	0	0	382	6.352	13.676
freie RSt für Beitragsrückerstattu.	18	278	6	14	131	927	6.467
Genussrechte	8	0,00	0,00	0,00	0,00	7,17	150,00
Gewinnabführung	8	21,50	0,00	0,00	0,00	43,62	513,00
HGB-Bilanzsumme	3	44.462	677	925	5.979	43.280	178.886
HGB-Deckungsrückstellung	5	36.134	398	711	4.357	36.670	154.463
HGB-Eigenkapital ohne GR und NV	7	450	10	14	97	728	1.519
Jahresüberschuss nach Steuern und.	7	24,50	-0,00	-0,00	1,95	42,43	95,00
Jahresüberschuss vor Steuern und G.	19	23,38	-18,40	0,79	9,68	79,80	125,82
Kapitalanlage-Aufwendungen	5	205,71	0,57	1,75	24,23	211,83	502,59
Kapitalanlage-Erträge	3	2.108	29	39	274	1.968	8.619
mittlerer Tarifrrechnungszi	35	3,18%	2,02%	2,59%	3,21%	3,80%	3,98%
nachrangige Verbindlichkeiten	1	387,65	0,00	0,00	0,00	175,35	387,65
Risiko- und Übriges Ergebnis	8	184,83	-6,73	4,11	29,81	364,20	732,29
Rohüberschuss	8	428	2	10	93	611	3.133
Schlussüberschussanteil-Fonds	4	1.115	1	20	128	1.122	4.282
Steuern	55	-22,62	-556,18	-24,57	2,90	35,91	60,00
Zahlungen Versicherungsfälle	4	3.606	29	59	493	3.625	12.760
Zinsaufwand	3	1.658	11	31	186	1.624	5.716
Zinszusatzreserve	4	1.113	2	17	113	1.138	3.831
Zuführung zur RfB	5	354	1	5	51	396	3.008
ZZR-Aufwand	3	546	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>	Generali	Min.	5% <sup>2</sup>	50% <sup>2</sup>	95% <sup>2</sup>	Max.
Bestandsabbaurate	24	9,56%	5,00%	6,64%	9,20%	12,62%	14,24%
Garantie	4	37.941	341	797	4.573	38.195	160.395
Garantien und Optionen	2	82,46	0,00	0,05	1,91	32,55	89,05
HGB-DRSt ohne ZZR	5	35.021	397	699	4.244	35.984	150.631
HGB-DRSt ohne ZZR zzgl. FLV	3	37.712	522	760	5.076	37.434	154.896
HGB-Eigenkapital	2	838	13	14	104	749	1.519
Kapitalergebnis	2	1.902	27	35	234	1.818	8.117
latente Steuern	10	218	-11	5	59	485	2.338
Marktwert Kapitalanlagen	5	45.260	492	949	5.805	49.605	212.796
Marktwert-Bilanzsumme	5	50.094	731	1.035	6.783	52.191	222.249
nachhaltige Gesamtverzinsung	52	4,01%	3,46%	3,93%	4,49%	5,38%	7,65%
Nettoverzinsung	18	4,80%	3,74%	3,91%	4,42%	5,22%	6,48%
Passivduration	35	10,06	7,10	7,89	10,41	13,83	17,54
passivische Bewertungsreserven	56	-1.808	-5.932	-1.657	-69	740	1.329
Puffer	9	4.562	71	104	957	8.094	41.166
Sicherheitsmittel	9	6.055	82	167	1.225	10.100	49.698
Sicherheitsmittelquote	52	13,62%	5,56%	11,66%	20,82%	30,59%	34,17%
sonstige Aktiva	3	2.143	23	27	225	1.796	5.188
sonstige Passiva	2	3.406	23	52	479	2.526	7.891
verfügbare RfB	6	1.393	15	35	283	1.829	10.749
Zinsergebnis	6	244	-5	-1	31	270	2.401
zukünftige Aktionärsgewinne	10	874	-91	20	235	1.940	9.351
zukünftige pass. vt. Überschüsse	10	1.860	-53	41	352	3.719	8.391
zukünftige pass. Zinsüberschüsse	54	-3.667	-14.323	-3.985	-546	-71	-21
zukünftige Überschussbeteiligung	9	2.950	21	81	708	5.828	28.079
zukünftige Überschüsse	9	3.824	-2	86	943	7.768	37.430
ökonomische Eigenkapitalquote	49	3,36%	1,19%	2,49%	4,51%	6,55%	10,21%
ökonomisches Eigenkapital	7	1.493	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