

Real Rate

Finanzstärkeanalyse NÜRNBERGER Leben 10/2015



Wesentliche Ergebnisse

- Der faire Unternehmenswert beträgt 595 Mio. Euro.
- Die ökonomische Eigenkapitalquote beträgt 2,67%.
- Die Gesellschaft liegt damit auf Platz 54 von 58 deutschen Lebensversicherern.
- Größte Stärke: HGB-Deckungsrückstellung
- 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 NÜRNBERGER Leben untersucht. Hierzu wird die handelsrechtliche Bilanz der NÜRNBERGER 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 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 293,46 Mio. Euro.

Aktiva	in Mio. Euro	Passiva	in Mio. Euro
Kapitalanlagen	14.551	HGB-Eigenkapital	293
Fondsgebundene LV	6.934	verfügbare RfB	1.018
Sonst. Aktiva	812	Deckungsrückstellung	12.385
		Fondsgebundene LV	6.934
		Sonst. Passiva	1.667
Aktiva	22.297	Passiva	22.297

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. 10,8 auf den nachhaltigen Zins in Höhe von 1,82%, umbewertet. Unter Ansatz der bereits gestellten Zinszusatzreserve in Höhe von 349,20 Mio. Euro führt dies zu passivischen Zins-Bewertungsreserven von -1.271 Mio. Euro. Hinzu kommen passivische Bewertungsreserven aus Biometrie und Kosten in Höhe von 601,92 Mio. Euro. Die passivischen Bewertungsreserven betragen damit insgesamt -668,66 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 2.329 Mio. Euro.

Die Summe aus aktivischen und passivischen Bewertungsreserven beträgt insgesamt 1.660 Mio. Euro. Davon entfallen unter Anwendung der Mindestzuführungsverordnung 301,64 Mio. auf die Aktionärssphäre in Form von zukünftigen Aktionärgewinnen nach Steuern. Dies führt vom HGB-Eigenkapital zum ökonomischen Eigenkapital in der Marktwertbilanz. Die restlichen 1.358 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 12,78 Mio. Euro.

Aktiva	in Mio. Euro	Passiva	in Mio. Euro
Kapitalanlagen	16.879	ök. Eigenkapital	595
Fondsgebundene LV	6.934	Puffer	2.376
Sonst. Aktiva	812	Garantie	13.053
		Fondsgebundene LV	6.934
		Sonst. Passiva	1.667
Aktiva	24.626	Passiva	24.626

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 2,67%. Sie liegt 1,84%-Punkte unter dem Median von 4,51% und damit auf Rang 54 von 58 Lebensversicherern.

Komponente ök. EK	in Mio. Euro	in % der HGB-Bilanzsumme
HGB-Eigenkapital	293,46	1,32
zukünftige Aktionärgewinne	402,19	1,80
Steuern	-100,55	-0,45
ökonomisches Eigenkapital	595,10	2,67

Der faire Unternehmenswert der NÜRNBERGER Leben beträgt gemäß der RealRate-Analyse 595,10 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 NÜRNBERGER Leben beträgt 10,66%.

Puffer-Komponente	in Mio. Euro	in % der HGB-Bilanzsumme
verfügbare RfB	1.018	4,56
Überschussbeteiligung	1.258	5,64
Steuern	101	0,45
Puffer	2.376	10,66

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 NÜRNBERGER Leben beträgt 13,32%.

Komponente Sicherheitsmittel	in Mio. Euro	in % der HGB-Bilanzsumme
HGB-Eigenkapital	293	1,32
verfügbare RfB	1.018	4,56
zukünftige Überschüsse	1.660	7,44
Sicherheitsmittel	2.971	13,32

Die nachhaltige Gesamtverzinsung, die im Mittel aus der künftigen Überschussbeteiligung finanzierbar ist, beträgt 4,02%. Davon beträgt der mittlere garantierte Rechnungszins 3,06%.

7 Die Stärken und Schwächen

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

Die größte Stärke der NÜRNBERGER Leben ist die Quote der Größe "HGB-Deckungsrückstellung". Von den 58 Unternehmen liegt die Gesellschaft damit auf Rang 56. Der Wert beträgt 55,54% der HGB-Bilanzsumme. Im Vergleich zum Median des Marktes in Höhe von 81,27% der HGB-Bilanzsumme erhöht dies die ökonomische Eigenkapitalquote um 0,98 Prozentpunkte. Die weiteren Stärken sind die Größen "HGB-DRSt ohne ZZR" und "zukünftige pass. Zinsüberschüsse". Die größten Schwächen sind die Größen "zukünftige Überschüsse", "zukünftige Aktionärs Gewinne" und "aktive Bewertungsreserven".

Größe ⁰	Rang ¹	NÜRNBERGER	Markt ²	Effekt ³ ökonomische Eigenkapitalquote
Quote HGB-Deckungsrückstellung	56	55,54%	81,27%	0,98%
Quote HGB-DRSt ohne ZZR	56	53,98%	78,58%	0,93%
Quote zukünftige pass. Zinsübersch.	5	-5,70%	-8,69%	0,61%
Quote latente Steuern	53	0,45%	0,90%	0,45%
mittlerer Tarifrachungszins	42	3,06%	3,21%	0,18%
Quote nachrangige Verbindlichkeiten.	17	0,17%	0,00%	0,17%
Quote Marktwert Kapitalanlagen	55	75,70%	109,10%	0,13%
Quote Buchwert Kapitalanlagen	55	65,26%	93,16%	0,11%
Quote freie RSt für Beitragsrücker.	6	3,46%	2,20%	0,01%
Quote verfügbare RfB	26	4,56%	4,28%	0,00%
...
Quote passive Bewertungsreserv.	36	-3,00%	-2,50%	-0,10%
Quote Zinszusatzreserve	49	1,57%	2,14%	-0,14%
Quote Fondsgebundene LV	3	31,10%	2,95%	-0,30%
Quote HGB-Eigenkapital ohne GR und.	43	1,15%	1,71%	-0,56%
Quote HGB-Eigenkapital	48	1,32%	2,01%	-0,69%
Quote zukünftige pass. vt. Übersch.	53	2,70%	6,50%	-0,77%
Quote Risiko- und Übriges Ergebnis	54	0,25%	0,60%	-0,78%
Quote aktive Bewertungsreserve.	54	10,44%	15,52%	-1,06%
Quote zukünftige Aktionärs Gewinne	53	1,80%	3,59%	-1,34%
Quote zukünftige Überschüsse	53	7,44%	14,44%	-1,42%

⁰ Quote bezogen auf HGB-Bilanzsumme

¹ von 58 Versicherern bei fallender Sortierung

² Median

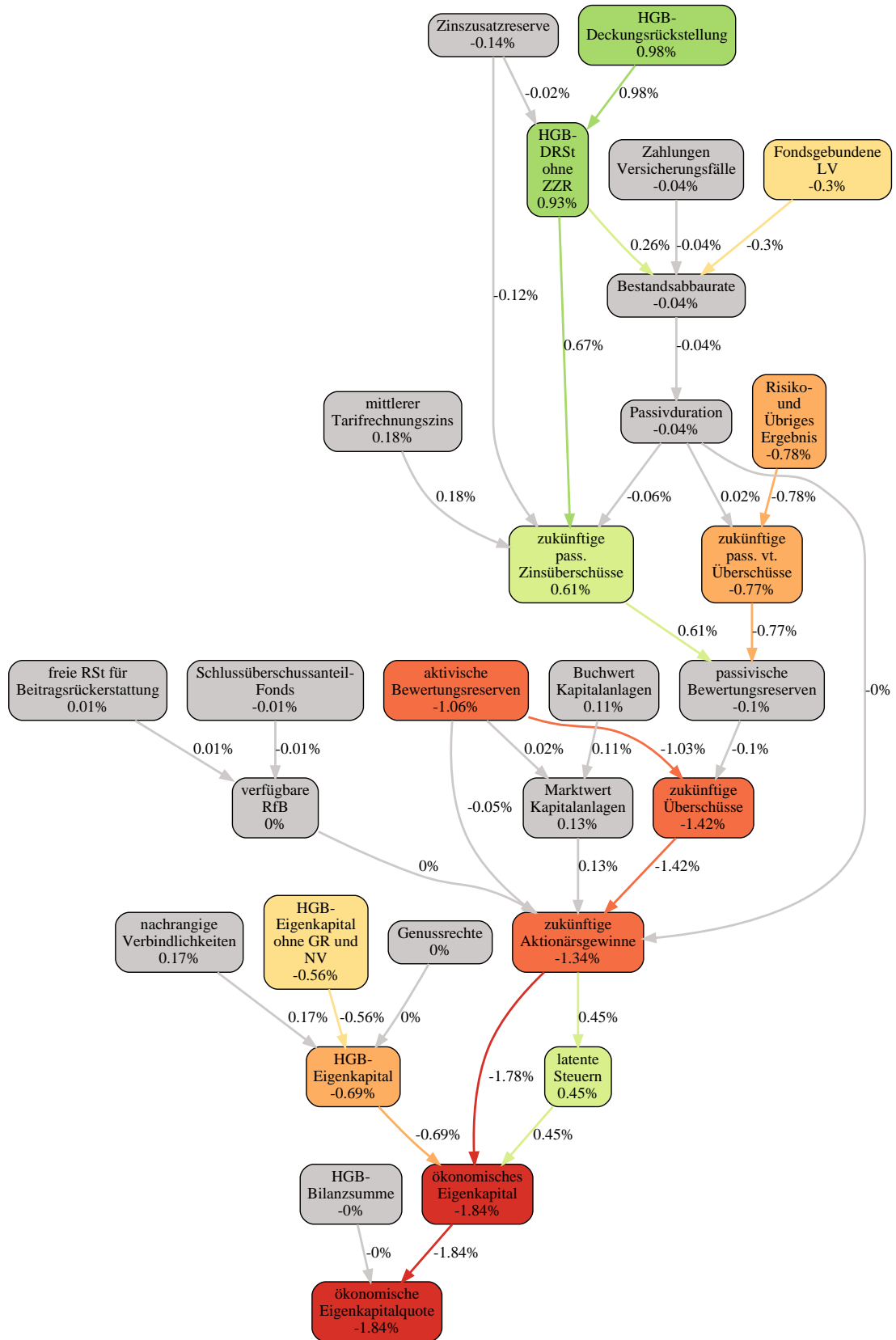
³ Änderung in Prozentpunkten

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.

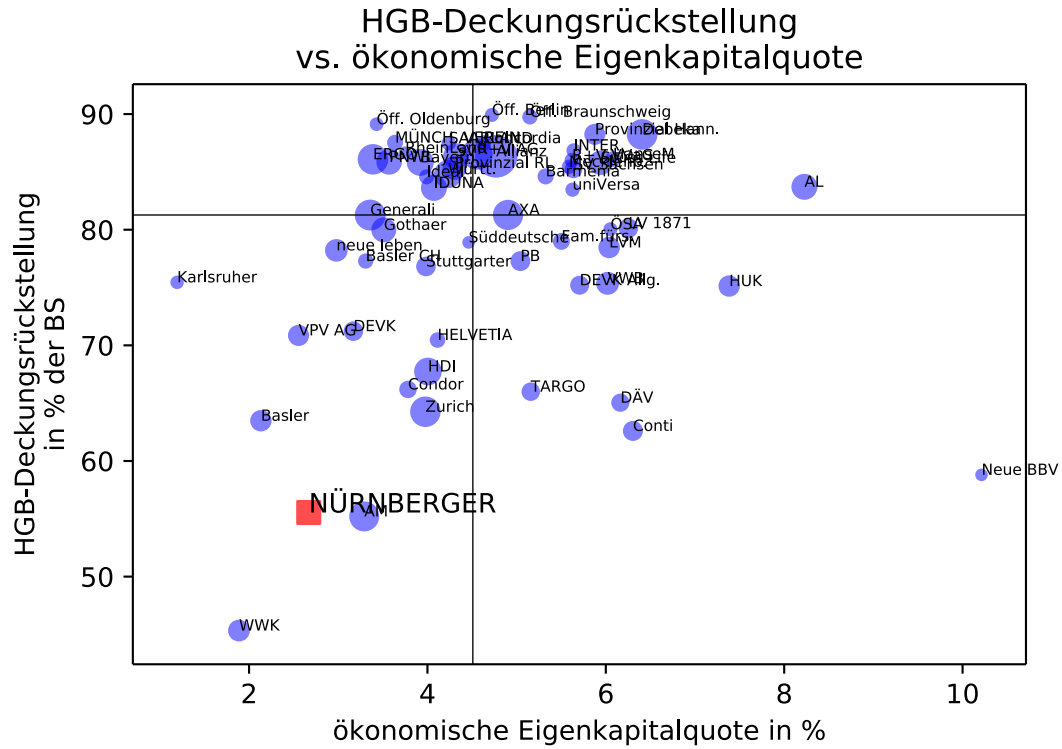
Die Größen "HGB-Deckungsrückstellung", "HGB-DRSt ohne ZZR" und "zukünftige pass. Zinsüberschüsse" wirken stark positiv und sind grün dargestellt. Zudem wird deutlich, welche anderen Größen sie beeinflussen. Hingegen wirken die Größen "zukünftige Überschüsse", "zukünftige Aktionärsgewinne" und "aktive Bewertungsreserven" sehr negativ auf die ökonomische Eigenkapitalquote und sind rot eingefärbt. Insgesamt liegt die ökonomische Eigenkapitalquote 1,84%-Punkte unter dem Median des Marktes.

Ursachenanalyse



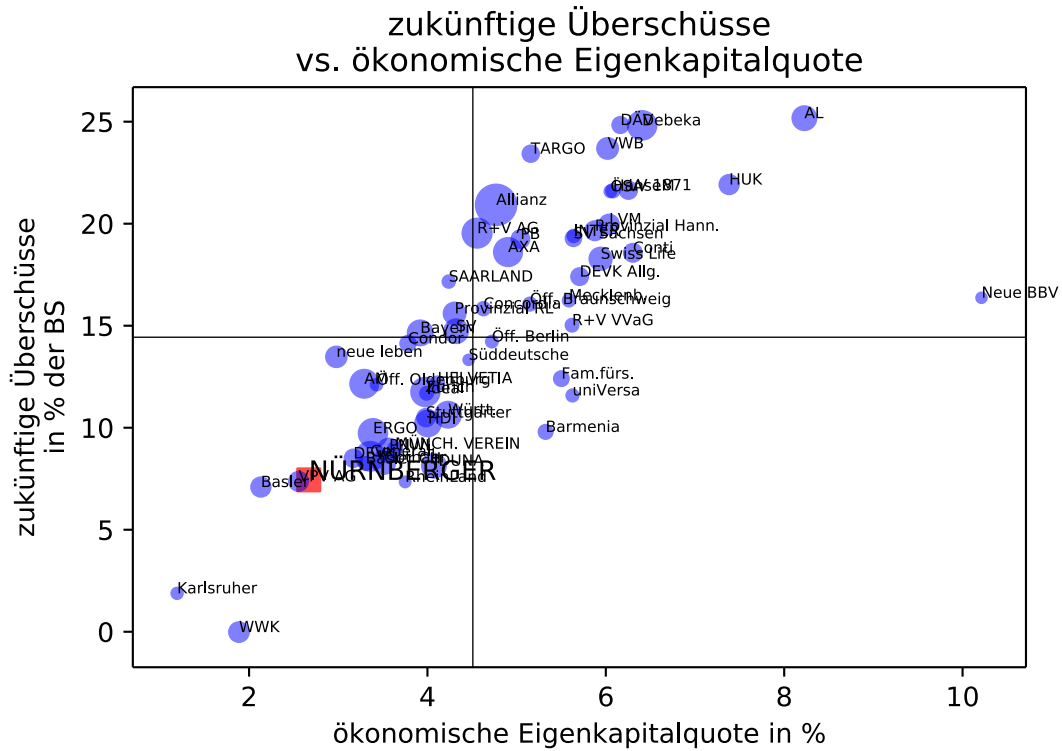
9 Marktvergleich

Die größte Stärke der NÜRNBERGER Leben ist die Quote der Größe "HGB-Deckungsrückstellung". Von den 58 Unternehmen liegt die Gesellschaft damit auf Rang 56. Der Wert beträgt 55,54% der HGB-Bilanzsumme. Im Vergleich zum Median des Marktes in Höhe von 81,27% der HGB-Bilanzsumme erhöht dies die ökonomische Eigenkapitalquote um 0,98 Prozentpunkte.



Die Korrelation zwischen den dargestellten Größen beträgt im Markt 0,16.

Die größte Schwäche der NÜRNBERGER Leben ist die Quote der Größe "zukünftige Überschüsse". Von den 58 Unternehmen liegt die Gesellschaft damit auf Rang 53. Der Wert beträgt 7,44% der HGB-Bilanzsumme. Im Vergleich zum Median des Marktes in Höhe von 14,44% der HGB-Bilanzsumme reduziert dies die ökonomische Eigenkapitalquote um 1,42 Prozentpunkte.



Die Korrelation zwischen den dargestellten Größen beträgt im Markt 0,77.

10 Zusammenfassung

Die wesentlichen Ergebnisse bezüglich der Finanzstärke und Risikotragfähigkeit der NÜRNBERGER 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 595 Mio. Euro.
- Die ökonomische Eigenkapitalquote beträgt 2,67%.
- Die Gesellschaft liegt damit auf Platz 54 von 58 deutschen Lebensversicherern.
- Größte Stärke: HGB-Deckungsrückstellung
- Größte Schwäche: zukünftige Überschüsse

Risikotragfähigkeit

- Die Sicherheitsmittelquote beträgt 13,32%.
- Die Gesellschaft liegt damit auf Platz 54 von 58 deutschen Lebensversicherern.
- Die nachhaltige Gesamtverzinsung beträgt 4,02%.

11 Anhang: Die Daten

Nachfolgend ist dargestellt, wie die NÜRNBERGER 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 ¹	NÜRNBERGER	Min.	5% ²	50% ²	95% ²	Max.
aktivische Bewertungsreserven	18	2.329	53	117	851	8.615	43.362
Buchwert Kapitalanlagen	17	14.551	438	840	5.097	39.961	169.434
Direktgutschrift	44	0,02	0,00	0,00	3,99	137,88	281,86
Fondsgebundene LV	3	6.934	0	0	382	6.352	13.676
freie RSt für Beitragsrückerstattu.	5	771	6	14	131	927	6.467
Genussrechte	8	0,00	0,00	0,00	0,00	7,17	150,00
Gewinnabführung	5	35,00	0,00	0,00	0,00	43,62	513,00
HGB-Bilanzsumme	12	22.297	677	925	5.979	43.280	178.886
HGB-Deckungsrückstellung	18	12.385	398	711	4.357	36.670	154.463
HGB-Eigenkapital ohne GR und NV	18	256	10	14	97	728	1.519
Jahresüberschuss nach Steuern und.	55	-0,00	-0,00	-0,00	1,95	42,43	95,00
Jahresüberschuss vor Steuern und G.	6	64,28	-18,40	0,79	9,68	79,80	125,82
Kapitalanlage-Aufwendungen	11	108,37	0,57	1,75	24,23	211,83	502,59
Kapitalanlage-Erträge	15	859	29	39	274	1.968	8.619
mittlerer Tarifrechnungszins	42	3,06%	2,02%	2,59%	3,21%	3,80%	3,98%
nachrangige Verbindlichkeiten	12	37,00	0,00	0,00	0,00	175,35	387,65
Risiko- und Übriges Ergebnis	26	55,49	-6,73	4,11	29,81	364,20	732,29
Rohüberschuss	10	297	2	10	93	611	3.133
Schlussüberschussanteil-Fonds	21	246	1	20	128	1.122	4.282
Steuern	5	29,28	-556,18	-24,57	2,90	35,91	60,00
Zahlungen Versicherungsfälle	15	1.664	29	59	493	3.625	12.760
Zinsaufwand	18	509	11	31	186	1.624	5.716
Zinszusatzreserve	18	349	2	17	113	1.138	3.831
Zuführung zur RfB	10	233	1	5	51	396	3.008
ZZR-Aufwand	19	141	1	8	52	499	1.390

Angaben in Mio. Euro bzw. in Prozent

¹ bei fallender Sortierung

² Quantil von 58 Versicherern

Output-Variablen

Größe	Rang ¹	NÜRNBERGER	Min.	5% ²	50% ²	95% ²	Max.
Bestandsabbaurate	37	8,77%	5,00%	6,64%	9,20%	12,62%	14,24%
Garantie	18	13.053	341	797	4.573	38.195	160.395
Garantien und Optionen	10	12,78	0,00	0,05	1,91	32,55	89,05
HGB-DRSt ohne ZZR	18	12.035	397	699	4.244	35.984	150.631
HGB-DRSt ohne ZZR zzgl. FLV	12	18.970	522	760	5.076	37.434	154.896
HGB-Eigenkapital	17	293	13	14	104	749	1.519
Kapitalergebnis	15	751	27	35	234	1.818	8.117
latente Steuern	19	101	-11	5	59	485	2.338
Marktwert Kapitalanlagen	18	16.879	492	949	5.805	49.605	212.796
Marktwert-Bilanzsumme	13	24.626	731	1.035	6.783	52.191	222.249
nachhaltige Gesamtverzinsung	51	4,02%	3,46%	3,93%	4,49%	5,38%	7,65%
Nettoverzinsung	5	5,16%	3,74%	3,91%	4,42%	5,22%	6,48%
Passivduration	22	10,85	7,10	7,89	10,41	13,83	17,54
passivische Bewertungsreserven	49	-669	-5.932	-1.657	-69	740	1.329
Puffer	17	2.376	71	104	957	8.094	41.166
Sicherheitsmittel	18	2.971	82	167	1.225	10.100	49.698
Sicherheitsmittelquote	54	13,32%	5,56%	11,66%	20,82%	30,59%	34,17%
sonstige Aktiva	13	812	23	27	225	1.796	5.188
sonstige Passiva	8	1.667	23	52	479	2.526	7.891
verfügbare RfB	13	1.018	15	35	283	1.829	10.749
Zinsergebnis	7	242	-5	-1	31	270	2.401
zukünftige Aktionärgewinne	19	402	-91	20	235	1.940	9.351
zukünftige pass. vt. Überschüsse	27	602	-53	41	352	3.719	8.391
zukünftige pass. Zinsüberschüsse	40	-1.271	-14.323	-3.985	-546	-71	-21
zukünftige Überschussbeteiligung	21	1.258	21	81	708	5.828	28.079
zukünftige Überschüsse	21	1.660	-2	86	943	7.768	37.430
ökonomische Eigenkapitalquote	54	2,67%	1,19%	2,49%	4,51%	6,55%	10,21%
ökonomisches Eigenkapital	21	595	11	35	242	2.005	8.533

Angaben in Mio. Euro bzw. in Prozent

¹ bei fallender Sortierung

² Quantil von 58 Versicherern