

Real Rate

Finanzstärkeanalyse NÜRNBERGER Leben 10/2018



Wesentliche Ergebnisse

- Der faire Unternehmenswert beträgt 1.163 Mio. Euro.
- Die ökonomische Eigenkapitalquote beträgt 4,56%.
- Die Gesellschaft liegt damit auf Platz 40 von 58 deutschen Lebensversicherern.
- Größte Stärke: passivische Bewertungsreserven
- Größte Schwäche: HGB-Eigenkapital

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 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 256,46 Mio. Euro.

Aktiva	in Mio. Euro	Passiva	in Mio. Euro
Kapitalanlagen	16.203	HGB-Eigenkapital	256
Fondsgebundene LV	8.508	verfügbare RfB	909
Sonst. Aktiva	811	Deckungsrückstellung	14.123
		Fondsgebundene LV	8.508
		Sonst. Passiva	1.726
Aktiva	25.522	Passiva	25.522

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. 2,85%. Dieser wird mittels der Passivduration von ca. 12,2 auf den nachhaltigen Zins in Höhe von 1,90%, umbewertet. Unter Ansatz der bereits gestellten Zinszusatzreserve in Höhe von 937,90 Mio. Euro führt dies zu passivischen Zins-Bewertungsreserven von -574,34 Mio. Euro. Hinzu kommen passivische Bewertungsreserven aus Biometrie und Kosten in Höhe von 3.136 Mio. Euro. Die passivischen Bewertungsreserven betragen damit insgesamt 2.562 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 2.274 Mio. Euro.

Die Summe aus aktivischen und passivischen Bewertungsreserven beträgt insgesamt 4.836 Mio. Euro. Davon entfallen unter Anwendung der Mindestzuführungsverordnung 906,38 Mio. auf die Aktionärssphäre in Form von zukünftigen Aktionärgewinnen nach Steuern. Dies führt vom HGB-Eigenkapital zum ökonomischen Eigenkapital in der Marktwertbilanz. Die restlichen 3.930 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 0,62 Mio. Euro.

Aktiva	in Mio. Euro	Passiva	in Mio. Euro
Kapitalanlagen	18.477	ök. Eigenkapital	1.163
Fondsgebundene LV	8.508	Puffer	4.839
Sonst. Aktiva	811	Garantie	11.561
		Fondsgebundene LV	8.508
		Sonst. Passiva	1.726
Aktiva	27.797	Passiva	27.797

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 0,54%-Punkte unter dem Median von 5,10% und damit auf Rang 40 von 58 Lebensversicherern.

Komponente ök. EK	in Mio. Euro	in % der HGB-Bilanzsumme
HGB-Eigenkapital	256	1,00
zukünftige Aktionärgewinne	1.209	4,74
Steuern	-302	-1,18
ökonomisches Eigenkapital	1.163	4,56

Der faire Unternehmenswert der NÜRNBERGER Leben beträgt gemäß der RealRate-Analyse 1.163 Mio. Euro. Diesen Wert vergleichen wir mit der Angabe aus dem veröffentlichten Solvency and Financial Condition Report der NÜRNBERGER Leben: Die Basiseigenmittel - ohne Ansatz der Übergangsmaßnahme und der Volatilitätsanpassung - betragen dort 1.635 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 18,96%.

Puffer-Komponente	in Mio. Euro	in % der HGB-Bilanzsumme
verfügbare RfB	909	3,56
Überschussbeteiligung	3.628	14,22
Steuern	302	1,18
Puffer	4.839	18,96

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 23,52%.

Komponente Sicherheitsmittel	in Mio. Euro	in % der HGB-Bilanzsumme
HGB-Eigenkapital	256	1,00
verfügbare RfB	909	3,56
zukünftige Überschüsse	4.836	18,95
Sicherheitsmittel	6.002	23,52

Die nachhaltige Gesamtverzinsung, die im Mittel aus der künftigen Überschussbeteiligung finanzierbar ist, beträgt 5,11%. Davon beträgt der mittlere garantierte Rechnungszins 2,85%.

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 "passivische Bewertungsreserven". Von den 58 Unternehmen liegt die Gesellschaft damit auf Rang 10. Der Wert beträgt 10,04% der HGB-Bilanzsumme. Im Vergleich zum Median des Marktes in Höhe von 4,62% der HGB-Bilanzsumme erhöht dies die ökonomische Eigenkapitalquote um 1,02 Prozentpunkte. Die weiteren Stärken sind die Größen "zukünftige pass. vt. Überschüsse" und "Risiko- und Übriges Ergebnis". Die größten Schwächen sind die Größen "HGB-Eigenkapital", "HGB-Eigenkapital ohne GR und NV" und "Zinszusatzreserve".

Größe ⁰	Rang ¹	NÜRNBERGER	Markt ²	Effekt ³ ökonomische Eigenkapitalquote
Quote passivische Bewertungsreserv.	10	10,04%	4,62%	1,02%
Quote zukünftige pass. vt. Übersch.	10	12,29%	8,02%	0,80%
Quote Risiko- und Übriges Ergebnis	10	1,01%	0,69%	0,73%
Quote zukünftige Aktionärgewinne	18	4,74%	3,94%	0,60%
Quote zukünftige Überschüsse	18	18,95%	15,92%	0,57%
Quote Fondsgebundene LV	4	33,34%	4,58%	0,34%
Quote HGB-Deckungsrückstellung	55	55,34%	82,01%	0,26%
Quote HGB-DRSt ohne ZZR	55	51,66%	74,79%	0,22%
mittlerer Tarifrrechnungszins	38	2,85%	3,03%	0,21%
Quote zukünftige pass. Zinsübersch.	20	-2,25%	-3,10%	0,16%
...
Quote Garantien und Optionen	53	0,00%	0,05%	-0,00%
Quote sonstige Aktiva	21	3,18%	2,88%	0,00%
Quote sonstige Passiva	17	6,76%	5,09%	0,00%
Quote verfügbare RfB	32	3,56%	3,75%	-0,00%
Quote Schlussüberschussanteil-Fond.	41	1,14%	1,55%	-0,00%
Quote latente Steuern	18	1,18%	0,98%	-0,20%
Quote aktivische Bewertungsreserve.	43	8,91%	10,56%	-0,31%
Quote Zinszusatzreserve	52	3,67%	5,73%	-0,41%
Quote HGB-Eigenkapital ohne GR und.	50	1,00%	1,74%	-0,74%
Quote HGB-Eigenkapital	53	1,00%	2,32%	-1,32%

⁰ Quote bezogen auf HGB-Bilanzsumme

¹ von 58 Versicherern bei fallender Sortierung

² Median

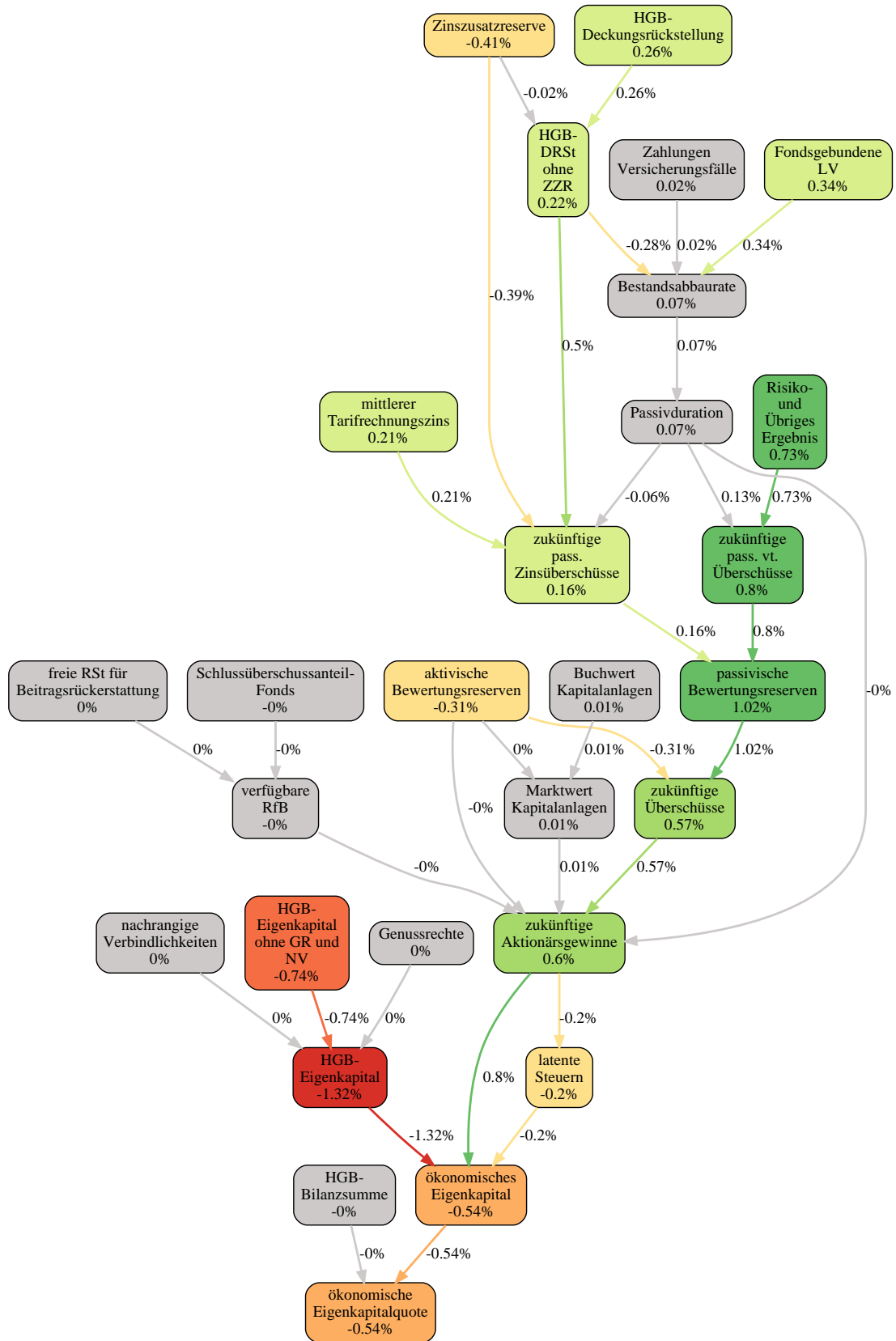
³ Änderung in Prozentpunkten

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.

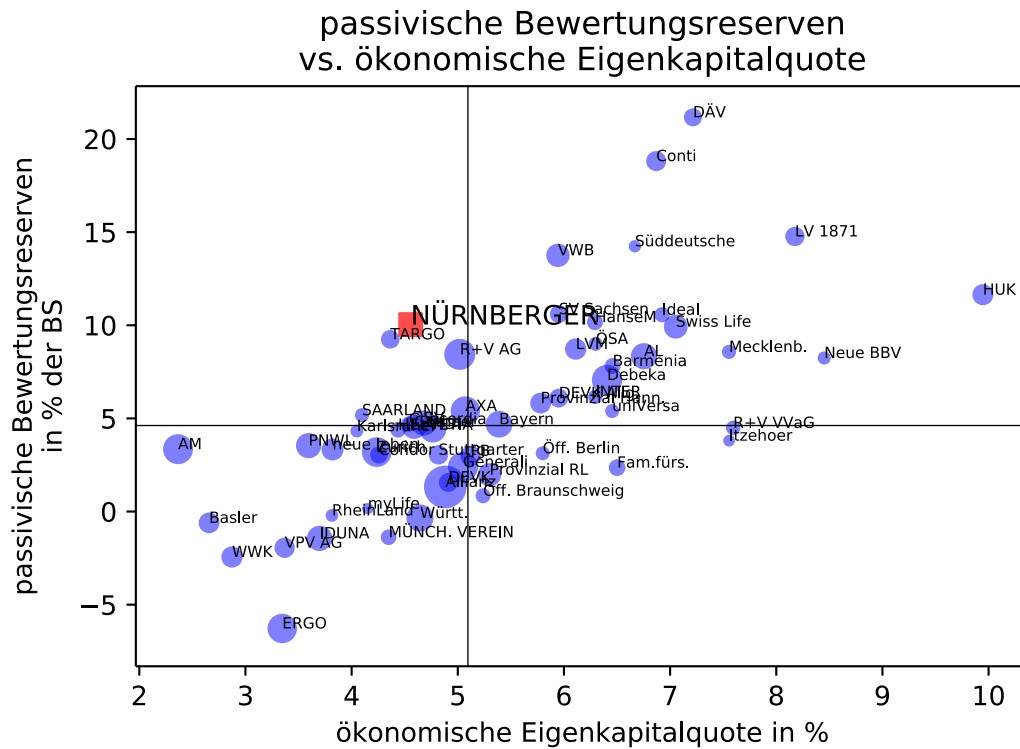
Die Größen "passivische Bewertungsreserven", "zukünftige pass. vt. Überschüsse" und "Risiko- und Übriges Ergebnis" wirken stark positiv und sind grün dargestellt. Zudem wird deutlich, welche anderen Größen sie beeinflussen. Hingegen wirken die Größen "HGB-Eigenkapital", "HGB-Eigenkapital ohne GR und NV" und "Zinszusatzreserve" sehr negativ auf die ökonomische Eigenkapitalquote und sind rot eingefärbt. Insgesamt liegt die ökonomische Eigenkapitalquote 0,54%-Punkte unter dem Median des Marktes.

Ursachenanalyse



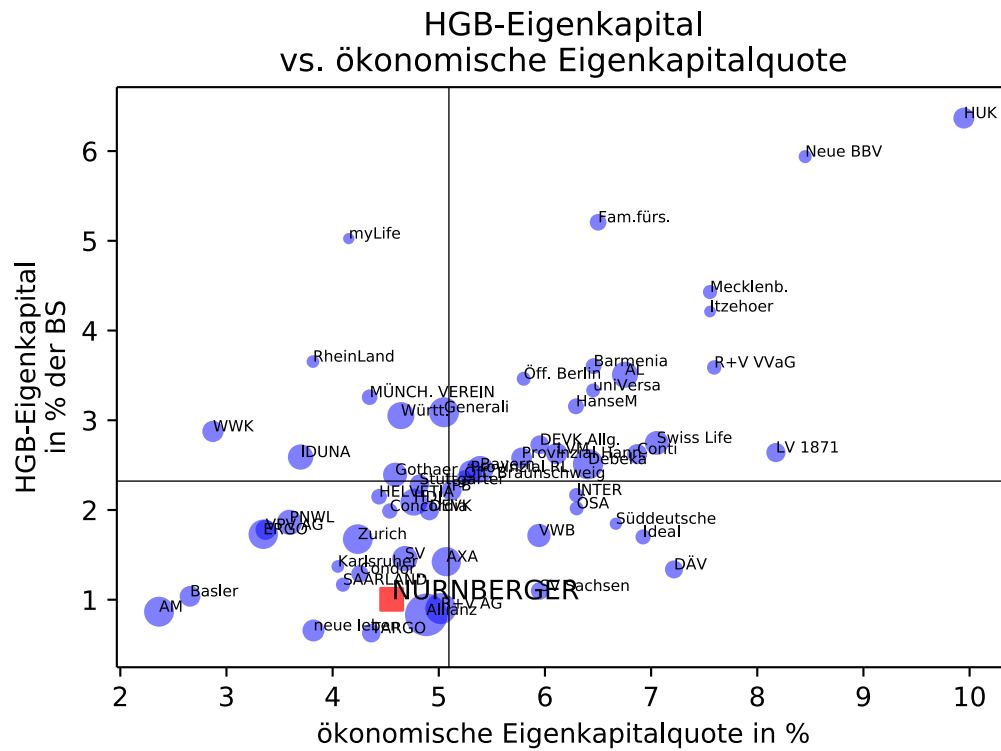
9 Marktvergleich

Die größte Stärke der NÜRNBERGER Leben ist die Quote der Größe "passivische Bewertungsreserven". Von den 58 Unternehmen liegt die Gesellschaft damit auf Rang 10. Der Wert beträgt 10,04% der HGB-Bilanzsumme. Im Vergleich zum Median des Marktes in Höhe von 4,62% der HGB-Bilanzsumme erhöht dies die ökonomische Eigenkapitalquote um 1,02 Prozentpunkte.



Die Korrelation zwischen den dargestellten Größen beträgt im Markt 0,67.

Die größte Schwäche der NÜRNBERGER Leben ist die Quote der Größe "HGB-Eigenkapital". Von den 58 Unternehmen liegt die Gesellschaft damit auf Rang 53. Der Wert beträgt 1,00% der HGB-Bilanzsumme. Im Vergleich zum Median des Marktes in Höhe von 2,32% der HGB-Bilanzsumme reduziert dies die ökonomische Eigenkapitalquote um 1,32 Prozentpunkte.



Die Korrelation zwischen den dargestellten Größen beträgt im Markt 0,57.

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 1.163 Mio. Euro.
- Die ökonomische Eigenkapitalquote beträgt 4,56%.
- Die Gesellschaft liegt damit auf Platz 40 von 58 deutschen Lebensversicherern.
- Größte Stärke: passivische Bewertungsreserven
- Größte Schwäche: HGB-Eigenkapital

Risikotragfähigkeit

- Die Sicherheitsmittelquote beträgt 23,52%.
- Die Gesellschaft liegt damit auf Platz 26 von 58 deutschen Lebensversicherern.
- Die nachhaltige Gesamtverzinsung beträgt 5,11%.

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.
aktive Bewertungsreserven	14	2.274	2	79	728	6.702	43.177
Buchwert Kapitalanlagen	16	16.203	159	705	5.542	42.612	201.429
Direktgutschrift	39	0,07	0,00	0,00	1,38	141,97	292,78
Fondsgebundene LV	3	8.508	0	1	555	7.510	17.047
freie RSt für Beitragsrückerstatt.	8	617	2	7	158	984	7.494
Genussrechte	7	0,00	0,00	0,00	0,00	4,56	150,00
Gewinnabführung	7	56,00	0,00	0,00	0,00	126,32	381,00
HGB-Bilanzsumme	12	25.522	453	812	7.052	46.981	212.307
HGB-Deckungsrückstellung	17	14.123	141	614	4.790	38.361	186.414
HGB-Eigenkapital ohne GR und NV	18	256	11	20	126	753	1.764
Jahresüberschuss nach Steuern und.	57	-0,00	-0,00	-0,00	1,92	35,46	166,00
Jahresüberschuss vor Steuern und G.	7	70,15	-15,07	-1,31	8,57	182,70	595,87
Kapitalanlage-Aufwendungen	12	77	0	1	21	145	1.710
Kapitalanlage-Erträge	18	713	9	29	296	2.033	10.943
mittlerer Tarifrchnungszins	38	2,85%	1,69%	2,30%	3,03%	3,44%	3,60%
nachrangige Verbindlichkeiten	24	0,00	0,00	0,00	0,00	322,14	888,17
Risiko- und Übriges Ergebnis	5	257,90	-6,39	3,73	38,50	379,14	517,07
Rohüberschuss	8	299	-2	3	60	506	2.649
Schlussüberschussanteil-Fonds	16	292	1	9	101	795	3.358
Steuern	9	14,15	-63,26	-18,20	1,14	47,12	60,42
Zahlungen Versicherungsfälle	12	1.649	19	56	447	3.404	11.830
Zinsaufwand	18	594	4	31	226	1.797	7.101
Zinszusatzreserve	18	938	5	45	358	2.749	10.615
Zuführung zur RfB	3	229	0	1	41	224	1.952
ZZR-Aufwand	20	219	1	12	104	719	2.675

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	7,60%	4,77%	5,54%	8,15%	10,59%	12,64%
Garantie	19	11.561	141	519	4.529	39.701	183.605
Garantien und Optionen	44	0,62	0,00	0,03	4,59	72,06	102,83
HGB-DRSt ohne ZZR	17	13.185	136	584	4.450	35.668	175.798
HGB-DRSt ohne ZZR zzgl. FLV	12	21.693	398	653	5.663	40.144	181.104
HGB-Eigenkapital	23	256	12	22	152	955	1.764
Kapitalergebnis	18	636	7	27	270	1.974	9.233
latente Steuern	7	302	-1	5	68	526	2.867
Marktwert Kapitalanlagen	16	18.477	161	785	6.302	47.723	244.606
Marktwert-Bilanzsumme	12	27.797	455	864	7.593	51.483	255.484
nachhaltige Gesamtverzinsung	7	5,11%	2,56%	3,65%	4,27%	5,29%	6,85%
Nettoverzinsung	47	3,92%	3,15%	3,56%	4,33%	5,41%	5,84%
Passivduration	22	12,16	7,83	9,13	11,45	15,89	17,98
passivische Bewertungsreserven	4	2.562	-2.698	-171	224	2.599	4.569
Puffer	7	4.839	11	118	1.167	8.572	48.238
Sicherheitsmittel	10	6.002	29	168	1.442	10.837	58.603
Sicherheitsmittelquote	26	23,52%	6,47%	11,77%	22,59%	31,97%	37,16%
sonstige Aktiva	12	811	15	24	204	1.661	5.572
sonstige Passiva	7	1.726	23	42	452	2.540	7.970
verfügbare RfB	13	909	4	14	284	1.665	10.853
Zinsergebnis	14	41	-413	-83	15	276	2.132
zukünftige Aktionärgewinne	7	1.209	-5	22	274	2.102	11.468
zukünftige pass. vt. Überschüsse	6	3.136	-55	40	448	4.104	7.155
zukünftige pass. Zinsüberschüsse	44	-574	-4.346	-1.719	-188	0	294
zukünftige Überschussbeteiligung	7	3.628	7	91	823	6.328	34.519
zukünftige Überschüsse	7	4.836	3	121	1.097	8.430	45.986
ökonomische Eigenkapitalquote	40	4,56%	2,37%	3,28%	5,10%	7,68%	9,95%
ökonomisches Eigenkapital	13	1.163	19	42	324	2.408	10.365

Angaben in Mio. Euro bzw. in Prozent

¹ bei fallender Sortierung

² Quantil von 58 Versicherern