

# Real Rate

## Finanzstärkeanalyse

**VPV Leben AG**

**10/2015**



### Wesentliche Ergebnisse

- Der faire Unternehmenswert beträgt 210 Mio. Euro.
- Die ökonomische Eigenkapitalquote beträgt 2,55%.
- Die Gesellschaft liegt damit auf Platz 55 von 58 deutschen Lebensversicherern.
- Größte Stärke: HGB-DRSt ohne ZZR
- 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 VPV Leben AG untersucht. Hierzu wird die handelsrechtliche Bilanz der VPV Leben AG 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 110,32 Mio. Euro.

Aktiva	in Mio. Euro	Passiva	in Mio. Euro
Kapitalanlagen	7.522	HGB-Eigenkapital	110
Fondsgebundene LV	505	verfügbare RfB	220
Sonst. Aktiva	194	Deckungsrückstellung	5.825
		Fondsgebundene LV	505
		Sonst. Passiva	1.560
Aktiva	8.220	Passiva	8.220

## 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. 3,98%. Dieser wird mittels der Passivduration von ca. 9,9 auf den nachhaltigen Zins in Höhe von 1,82%, umbewertet. Unter Ansatz der bereits gestellten Zinszusatzreserve in Höhe von 244,60 Mio. Euro führt dies zu passivischen Zins-Bewertungsreserven von -952,70 Mio. Euro. Hinzu kommen passivische Bewertungsreserven aus Biometrie und Kosten in Höhe von 283,81 Mio. Euro. Die passivischen Bewertungsreserven betragen damit insgesamt -668,89 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 1.275 Mio. Euro.

Die Summe aus aktivischen und passivischen Bewertungsreserven beträgt insgesamt 605,84 Mio. Euro. Davon entfallen unter Anwendung der Mindestzuführungsverordnung 99,68 Mio. auf die Aktionärssphäre in Form von zukünftigen Aktionärgewinnen nach Steuern. Dies führt vom HGB-Eigenkapital zum ökonomischen Eigenkapital in der Marktwertbilanz. Die restlichen 506,16 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 18,56 Mio. Euro.

Aktiva	in Mio. Euro	Passiva	in Mio. Euro
Kapitalanlagen	8.796	ök. Eigenkapital	210
Fondsgebundene LV	505	Puffer	726
Sonst. Aktiva	194	Garantie	6.494
		Fondsgebundene LV	505
		Sonst. Passiva	1.560
<b>Aktiva</b>	<b>9.495</b>	<b>Passiva</b>	<b>9.495</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 2,55%. Sie liegt 1,95%-Punkte unter dem Median von 4,51% und damit auf Rang 55 von 58 Lebensversicherern.

Komponente ök. EK	in Mio. Euro	in % der HGB-Bilanzsumme
HGB-Eigenkapital	110,32	1,34
zukünftige Aktionärgewinne	132,90	1,62
Steuern	-33,23	-0,40
<b>ökonomisches Eigenkapital</b>	<b>210,00</b>	<b>2,55</b>

Der faire Unternehmenswert der VPV Leben AG beträgt gemäß der RealRate-Analyse 210,00 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 VPV Leben AG beträgt 8,83%.

Puffer-Komponente	in Mio. Euro	in % der HGB-Bilanzsumme
verfügbare RfB	220,00	2,68
Überschussbeteiligung	472,94	5,75
Steuern	33,23	0,40
Puffer	726,16	8,83

## 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 VPV Leben AG beträgt 11,39%.

Komponente Sicherheitsmittel	in Mio. Euro	in % der HGB-Bilanzsumme
HGB-Eigenkapital	110,32	1,34
verfügbare RfB	220,00	2,68
zukünftige Überschüsse	605,84	7,37
Sicherheitsmittel	936,16	11,39

Die nachhaltige Gesamtverzinsung, die im Mittel aus der künftigen Überschussbeteiligung finanzierbar ist, beträgt 4,84%. Davon beträgt der mittlere garantierte Rechnungszins 3,98%.

## 7 Die Stärken und Schwächen

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

Die größte Stärke der VPV Leben AG ist die Quote der Größe "HGB-DRSt ohne ZZR". Von den 58 Unternehmen liegt die Gesellschaft damit auf Rang 47. Der Wert beträgt 67,89% der HGB-Bilanzsumme. Im Vergleich zum Median des Marktes in Höhe von 78,58% der HGB-Bilanzsumme erhöht dies die ökonomische Eigenkapitalquote um 0,88 Prozentpunkte. Die weiteren Stärken sind die Größen "HGB-Deckungsrückstellung" und "nachrangige Verbindlichkeiten". Die größten Schwächen sind die Größen "zukünftige Überschüsse", "zukünftige Aktionärgewinne" und "passivische Bewertungsreserven".

Größe <sup>0</sup>	Rang <sup>1</sup>	VPV AG	Markt <sup>2</sup>	Effekt <sup>3</sup> ökonomische Eigenkapitalquote
Quote HGB-DRSt ohne ZZR	47	67,89%	78,58%	0,88%
Quote HGB-Deckungsrückstellung	46	70,86%	81,27%	0,86%
Quote nachrangige Verbindlichkeiten.	10	0,55%	0,00%	0,55%
Quote latente Steuern	55	0,40%	0,90%	0,49%
Quote Zinszusatzreserve	10	2,98%	2,14%	0,26%
Passivduration	38	9,92	10,41	0,14%
Bestandsabbaurate	21	9,71%	9,20%	0,13%
Quote Marktwert Kapitalanlagen	33	107,01%	109,10%	0,02%
Quote Buchwert Kapitalanlagen	36	91,50%	93,16%	0,01%
Quote Direktgutschrift	37	0,01%	0,12%	-0,00%
...	...	...	...	...
Quote Zahlungen Versicherungsfälle	37	7,19%	7,83%	-0,22%
Quote Risiko- und Übriges Ergebnis	50	0,35%	0,60%	-0,58%
Quote zukünftige pass. Zinsübersch.	50	-11,59%	-8,69%	-0,66%
Quote HGB-Eigenkapital	47	1,34%	2,01%	-0,66%
Quote zukünftige pass. vt. Übersch.	49	3,45%	6,50%	-0,70%
Quote HGB-Eigenkapital ohne GR und.	55	0,79%	1,71%	-0,92%
mittlerer Tarifrachungszins	1	3,98%	3,21%	-1,19%
Quote passivische Bewertungsreserv.	55	-8,14%	-2,50%	-1,29%
Quote zukünftige Aktionärgewinne	55	1,62%	3,59%	-1,48%
Quote zukünftige Überschüsse	54	7,37%	14,44%	-1,61%

<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.

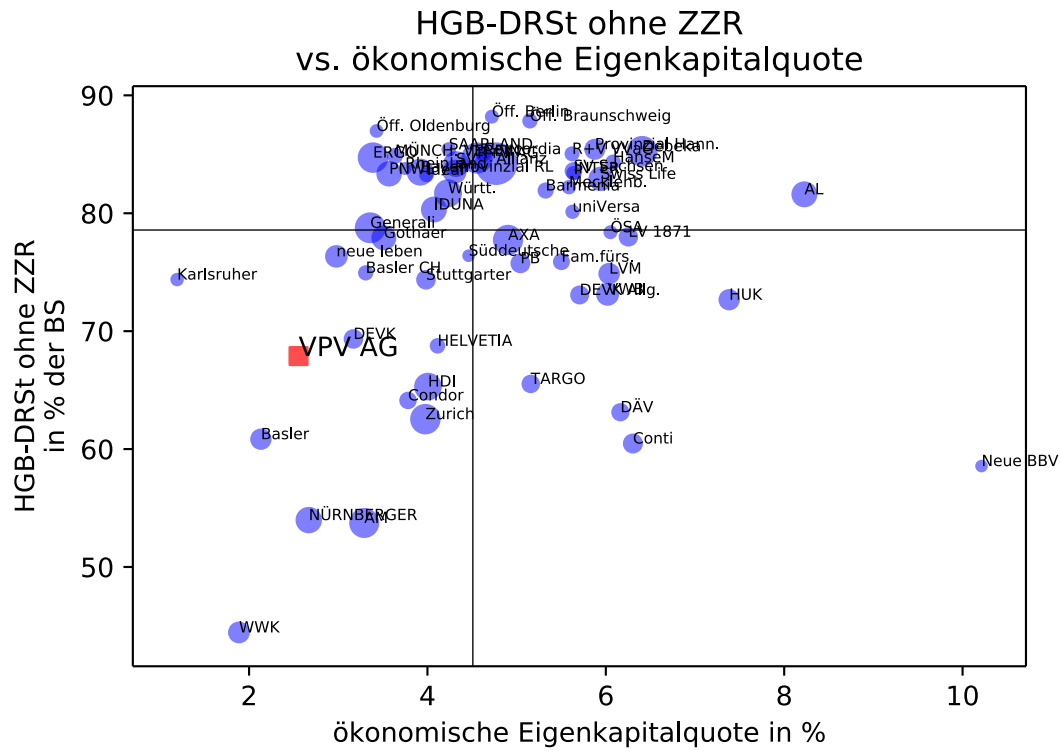
Die Größen "HGB-DRSt ohne ZZR", "HGB-Deckungsrückstellung" und "nachrangige Verbindlichkeiten" wirken stark positiv und sind grün dargestellt. Zudem wird deutlich, welche anderen Größen sie beeinflussen. Hingegen wirken die Größen "zukünftige Überschüsse", "zukünftige Aktionärgewinne" und "passivische Bewertungsreserven" sehr negativ auf die ökonomische Eigenkapitalquote und sind rot eingefärbt. Insgesamt liegt die ökonomische Eigenkapitalquote 1,95%-Punkte unter dem Median des Marktes.





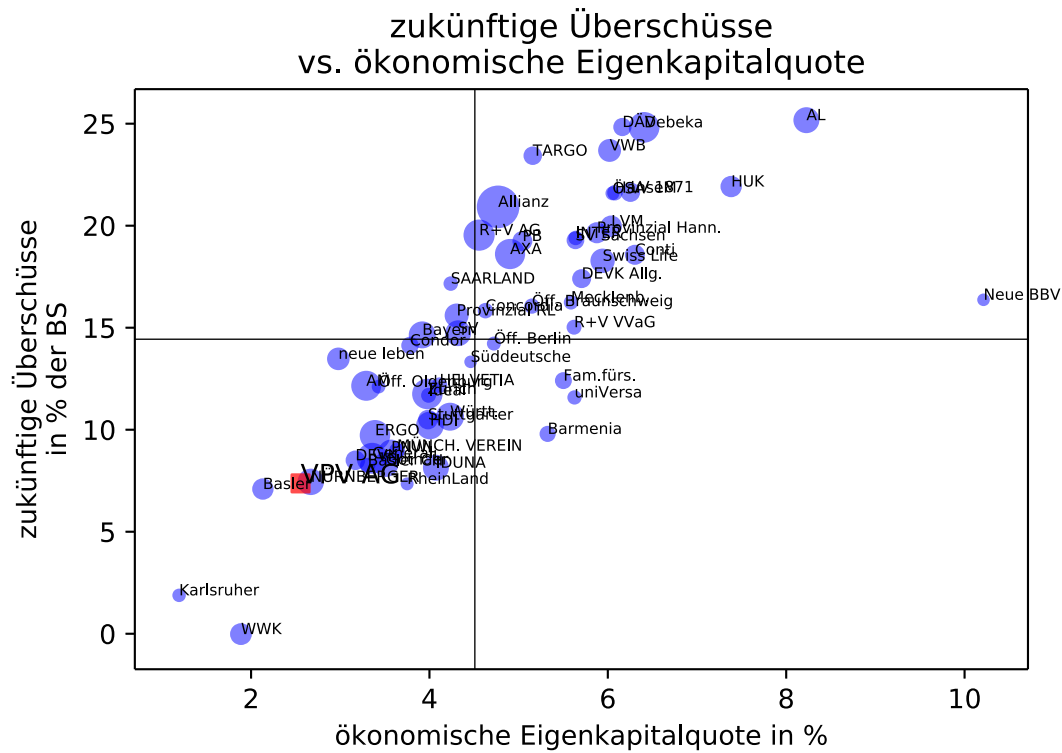
## 9 Marktvergleich

Die größte Stärke der VPV Leben AG ist die Quote der Größe "HGB-DRSt ohne ZZR". Von den 58 Unternehmen liegt die Gesellschaft damit auf Rang 47. Der Wert beträgt 67,89% der HGB-Bilanzsumme. Im Vergleich zum Median des Marktes in Höhe von 78,58% der HGB-Bilanzsumme erhöht dies die ökonomische Eigenkapitalquote um 0,88 Prozentpunkte.



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

Die größte Schwäche der VPV Leben AG ist die Quote der Größe "zukünftige Überschüsse". Von den 58 Unternehmen liegt die Gesellschaft damit auf Rang 54. Der Wert beträgt 7,37% der HGB-Bilanzsumme. Im Vergleich zum Median des Marktes in Höhe von 14,44% der HGB-Bilanzsumme reduziert dies die ökonomische Eigenkapitalquote um 1,61 Prozentpunkte.



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

## 10 Zusammenfassung

Die wesentlichen Ergebnisse bezüglich der Finanzstärke und Risikotragfähigkeit der VPV Leben AG 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 210 Mio. Euro.
- Die ökonomische Eigenkapitalquote beträgt 2,55%.
- Die Gesellschaft liegt damit auf Platz 55 von 58 deutschen Lebensversicherern.
- Größte Stärke: HGB-DRSt ohne ZZR
- Größte Schwäche: zukünftige Überschüsse

### Risikotragfähigkeit

- Die Sicherheitsmittelquote beträgt 11,39%.
- Die Gesellschaft liegt damit auf Platz 56 von 58 deutschen Lebensversicherern.
- Die nachhaltige Gesamtverzinsung beträgt 4,84%.

## 11 Anhang: Die Daten

Nachfolgend ist dargestellt, wie die VPV Leben AG 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>	VPV AG	Min.	5% <sup>2</sup>	50% <sup>2</sup>	95% <sup>2</sup>	Max.
aktive Bewertungsreserven	25	1.275	53	117	851	8.615	43.362
Buchwert Kapitalanlagen	25	7.522	438	840	5.097	39.961	169.434
Direktgutschrift	36	1,00	0,00	0,00	3,99	137,88	281,86
Fondsgebundene LV	26	505	0	0	382	6.352	13.676
freie RSt für Beitragsrückerstattu.	35	84	6	14	131	927	6.467
Genussrechte	8	0,00	0,00	0,00	0,00	7,17	150,00
Gewinnabführung	14	3,00	0,00	0,00	0,00	43,62	513,00
HGB-Bilanzsumme	26	8.220	677	925	5.979	43.280	178.886
HGB-Deckungsrückstellung	25	5.825	398	711	4.357	36.670	154.463
HGB-Eigenkapital ohne GR und NV	33	65	10	14	97	728	1.519
Jahresüberschuss nach Steuern und.	50	0,00	-0,00	-0,00	1,95	42,43	95,00
Jahresüberschuss vor Steuern und G.	24	16,20	-18,40	0,79	9,68	79,80	125,82
Kapitalanlage-Aufwendungen	34	18,21	0,57	1,75	24,23	211,83	502,59
Kapitalanlage-Erträge	26	373	29	39	274	1.968	8.619
mittlerer Tarifrechnungszins	1	3,98%	2,02%	2,59%	3,21%	3,80%	3,98%
nachrangige Verbindlichkeiten	11	45,00	0,00	0,00	0,00	175,35	387,65
Risiko- und Übriges Ergebnis	30	28,60	-6,73	4,11	29,81	364,20	732,29
Rohüberschuss	33	67	2	10	93	611	3.133
Schlussüberschussanteil-Fonds	28	136	1	20	128	1.122	4.282
Steuern	14	13,20	-556,18	-24,57	2,90	35,91	60,00
Zahlungen Versicherungsfälle	24	591	29	59	493	3.625	12.760
Zinsaufwand	23	316	11	31	186	1.624	5.716
Zinszusatzreserve	22	245	2	17	113	1.138	3.831
Zuführung zur RfB	30	50	1	5	51	396	3.008
ZZR-Aufwand	24	94	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>	VPV AG	Min.	5% <sup>2</sup>	50% <sup>2</sup>	95% <sup>2</sup>	Max.
Bestandsabbaurate	21	9,71%	5,00%	6,64%	9,20%	12,62%	14,24%
Garantie	24	6.494	341	797	4.573	38.195	160.395
Garantien und Optionen	8	18,56	0,00	0,05	1,91	32,55	89,05
HGB-DRSt ohne ZZR	25	5.580	397	699	4.244	35.984	150.631
HGB-DRSt ohne ZZR zzgl. FLV	27	6.085	522	760	5.076	37.434	154.896
HGB-Eigenkapital	29	110	13	14	104	749	1.519
Kapitalergebnis	24	355	27	35	234	1.818	8.117
latente Steuern	34	33	-11	5	59	485	2.338
Marktwert Kapitalanlagen	25	8.796	492	949	5.805	49.605	212.796
Marktwert-Bilanzsumme	27	9.495	731	1.035	6.783	52.191	222.249
nachhaltige Gesamtverzinsung	15	4,84%	3,46%	3,93%	4,49%	5,38%	7,65%
Nettoverzinsung	20	4,71%	3,74%	3,91%	4,42%	5,22%	6,48%
Passivduration	38	9,92	7,10	7,89	10,41	13,83	17,54
passivische Bewertungsreserven	50	-669	-5.932	-1.657	-69	740	1.329
Puffer	33	726	71	104	957	8.094	41.166
Sicherheitsmittel	33	936	82	167	1.225	10.100	49.698
Sicherheitsmittelquote	56	11,39%	5,56%	11,66%	20,82%	30,59%	34,17%
sonstige Aktiva	35	194	23	27	225	1.796	5.188
sonstige Passiva	9	1.560	23	52	479	2.526	7.891
verfügbare RfB	32	220	15	35	283	1.829	10.749
Zinsergebnis	26	39	-5	-1	31	270	2.401
zukünftige Aktionärgewinne	34	133	-91	20	235	1.940	9.351
zukünftige pass. vt. Überschüsse	32	284	-53	41	352	3.719	8.391
zukünftige pass. Zinsüberschüsse	37	-953	-14.323	-3.985	-546	-71	-21
zukünftige Überschussbeteiligung	32	473	21	81	708	5.828	28.079
zukünftige Überschüsse	34	606	-2	86	943	7.768	37.430
ökonomische Eigenkapitalquote	55	2,55%	1,19%	2,49%	4,51%	6,55%	10,21%
ökonomisches Eigenkapital	32	210	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