

# Real Rate

## Finanzstärkeanalyse

### TARGO Leben

10/2015



### Wesentliche Ergebnisse

- Der faire Unternehmenswert beträgt 227 Mio. Euro.
- Die ökonomische Eigenkapitalquote beträgt 5,16%.
- Die Gesellschaft liegt damit auf Platz 22 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 TARGO Leben untersucht. Hierzu wird die handelsrechtliche Bilanz der TARGO 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 33,66 Mio. Euro.

Aktiva	in Mio. Euro	Passiva	in Mio. Euro
Kapitalanlagen	3.437	HGB-Eigenkapital	34
Fondsgebundene LV	710	verfügbare RfB	337
Sonst. Aktiva	253	Deckungsrückstellung	2.903
		Fondsgebundene LV	710
		Sonst. Passiva	415
Aktiva	4.400	Passiva	4.400

## 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. 2,02%. Dieser wird mittels der Passivduration von ca. 7,1 auf den nachhaltigen Zins in Höhe von 1,82%, umbewertet. Unter Ansatz der bereits gestellten Zinszusatzreserve in Höhe von 20,58 Mio. Euro führt dies zu passivischen Zins-Bewertungsreserven von -21,19 Mio. Euro. Hinzu kommen passivische Bewertungsreserven aus Biometrie und Kosten in Höhe von 370,20 Mio. Euro. Die passivischen Bewertungsreserven betragen damit insgesamt 349,00 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 681,82 Mio. Euro.

Die Summe aus aktivischen und passivischen Bewertungsreserven beträgt insgesamt 1.031 Mio. Euro. Davon entfallen unter Anwendung der Mindestzuführungsverordnung 193,28 Mio. auf die Aktionärssphäre in Form von zukünftigen Aktionärgewinnen nach Steuern. Dies führt vom HGB-Eigenkapital zum ökonomischen Eigenkapital in der Marktwertbilanz. Die restlichen 837,54 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 0,00 Mio. Euro.

Aktiva	in Mio. Euro	Passiva	in Mio. Euro
Kapitalanlagen	4.118	ök. Eigenkapital	227
Fondsgebundene LV	710	Puffer	1.175
Sonst. Aktiva	253	Garantie	2.554
		Fondsgebundene LV	710
		Sonst. Passiva	415
<b>Aktiva</b>	<b>5.081</b>	<b>Passiva</b>	<b>5.081</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 5,16%. Sie liegt 0,65%-Punkte über dem Median von 4,51% und damit auf Rang 22 von 58 Lebensversicherern.

Komponente ök. EK	in Mio. Euro	in % der HGB-Bilanzsumme
HGB-Eigenkapital	33,66	0,76
zukünftige Aktionärgewinne	257,71	5,86
Steuern	-64,43	-1,46
<b>ökonomisches Eigenkapital</b>	<b>226,93</b>	<b>5,16</b>

Der faire Unternehmenswert der TARGO Leben beträgt gemäß der RealRate-Analyse 226,93 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 TARGO Leben beträgt 26,70%.

Puffer-Komponente	in Mio. Euro	in % der HGB-Bilanzsumme
verfügbare RfB	337	7,66
Überschussbeteiligung	773	17,57
Steuern	64	1,46
<b>Puffer</b>	<b>1.175</b>	<b>26,70</b>

## 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 TARGO Leben beträgt 31,85%.

Komponente Sicherheitsmittel	in Mio. Euro	in % der HGB-Bilanzsumme
HGB-Eigenkapital	34	0,76
verfügbare RfB	337	7,66
zukünftige Überschüsse	1.031	23,43
<b>Sicherheitsmittel</b>	<b>1.401</b>	<b>31,85</b>

Die nachhaltige Gesamtverzinsung, die im Mittel aus der künftigen Überschussbeteiligung finanzierbar ist, beträgt 5,80%. Davon beträgt der mittlere garantierte Rechnungszins 2,02%.

## 7 Die Stärken und Schwächen

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

Die größte Stärke der TARGO Leben ist die Quote der Größe "passivische Bewertungsreserven". Von den 58 Unternehmen liegt die Gesellschaft damit auf Rang 6. Der Wert beträgt 7,93% der HGB-Bilanzsumme. Im Vergleich zum Median des Marktes in Höhe von -2,50% der HGB-Bilanzsumme erhöht dies die ökonomische Eigenkapitalquote um 1,96 Prozentpunkte. Die weiteren Stärken sind die Größen "zukünftige Aktionärgewinne" und "zukünftige Überschüsse". Die größten Schwächen sind die Größen "HGB-Eigenkapital", "HGB-Eigenkapital ohne GR und NV" und "Passivduration".

Größe <sup>0</sup>	Rang <sup>1</sup>	TARGO	Markt <sup>2</sup>	Effekt <sup>3</sup> ökonomische Eigenkapitalquote
Quote passivische Bewertungsreserv.	6	7,93%	-2,50%	1,96%
Quote zukünftige Aktionärgewinne	5	5,86%	3,59%	1,70%
Quote zukünftige Überschüsse	5	23,43%	14,44%	1,69%
Quote zukünftige pass. Zinsübersch.	1	-0,48%	-8,69%	1,54%
mittlerer Tarifrechnungszins	58	2,02%	3,21%	1,03%
Quote Risiko- und Übriges Ergebnis	8	1,19%	0,60%	0,78%
Quote zukünftige pass. vt. Übersch.	21	8,41%	6,50%	0,36%
Quote Fondsgebundene LV	11	16,15%	2,95%	0,20%
Quote Marktwert Kapitalanlagen	49	93,61%	109,10%	0,00%
Quote Buchwert Kapitalanlagen	49	78,11%	93,16%	0,00%
...	...	...	...	...
Quote aktivische Bewertungsreserve.	31	15,50%	15,52%	-0,00%
Quote HGB-DRSt ohne ZZR	48	65,53%	78,58%	-0,16%
Quote HGB-Deckungsrückstellung	50	65,99%	81,27%	-0,19%
Quote Zinszusatzreserve	57	0,47%	2,14%	-0,29%
Quote Zahlungen Versicherungsfälle	2	11,63%	7,83%	-0,40%
Bestandsabbaurate	1	14,24%	9,20%	-0,43%
Quote latente Steuern	5	1,46%	0,90%	-0,57%
Passivduration	58	7,10	10,41	-0,65%
Quote HGB-Eigenkapital ohne GR und.	57	0,76%	1,71%	-0,95%
Quote HGB-Eigenkapital	57	0,76%	2,01%	-1,24%

<sup>0</sup> Quote bezogen auf HGB-Bilanzsumme

<sup>1</sup> von 58 Versicherern bei fallender Sortierung

<sup>2</sup> Median

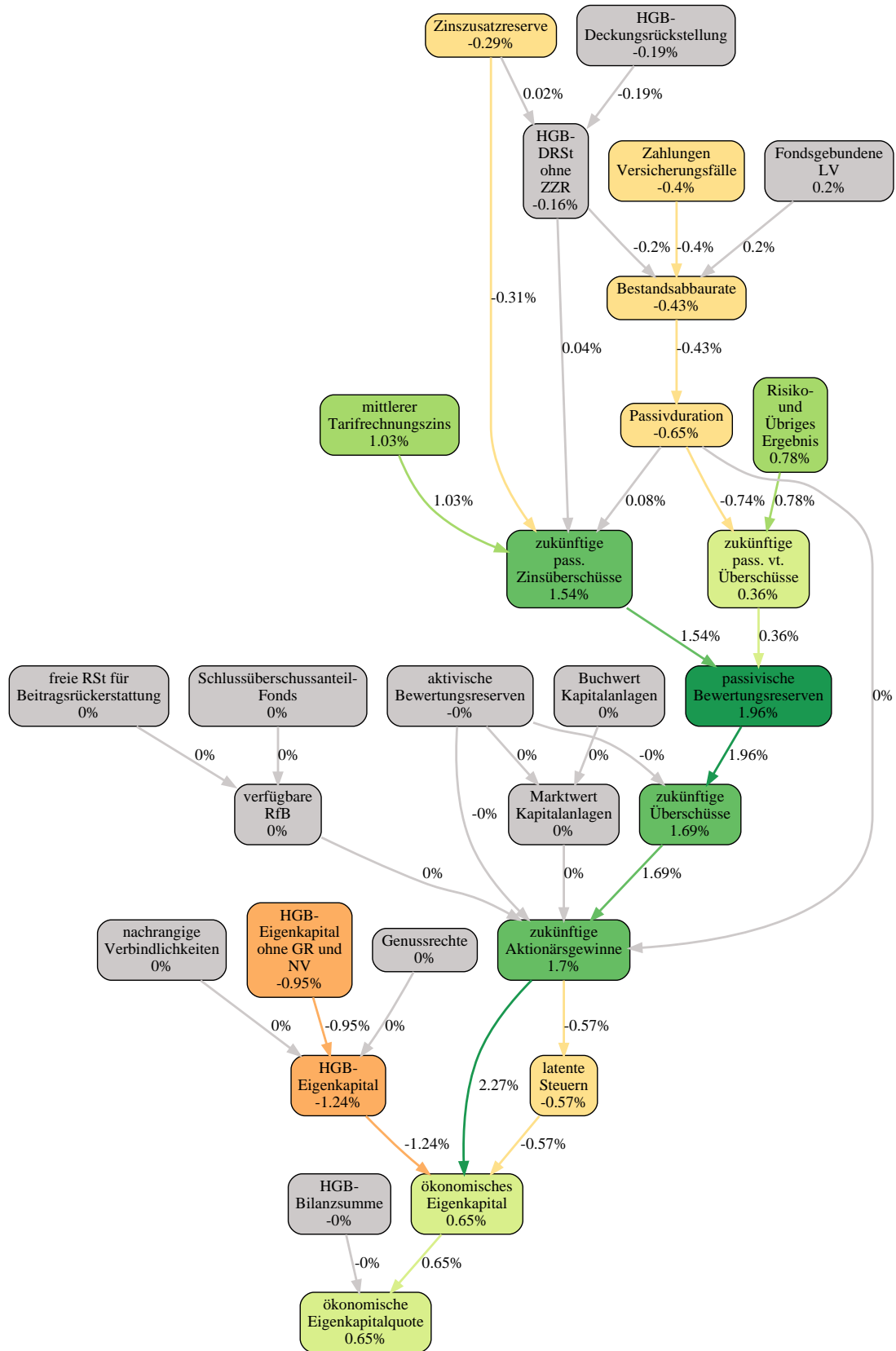
<sup>3</sup> Änderung in Prozentpunkten

## 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 "passivische Bewertungsreserven", "zukünftige Aktionärgewinne" und "zukünftige Überschüsse" 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 "Passivduration" sehr negativ auf die ökonomische Eigenkapitalquote und sind rot eingefärbt. Insgesamt liegt die ökonomische Eigenkapitalquote 0,65%-Punkte über dem Median des Marktes.

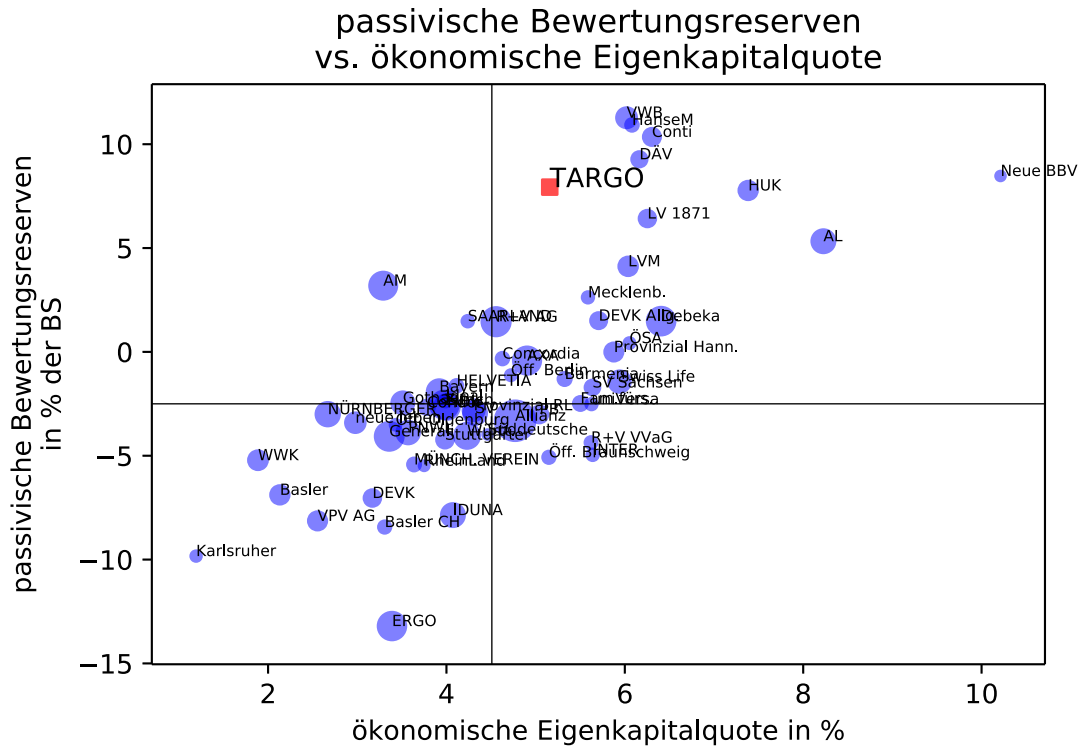
# Ursachenanalyse





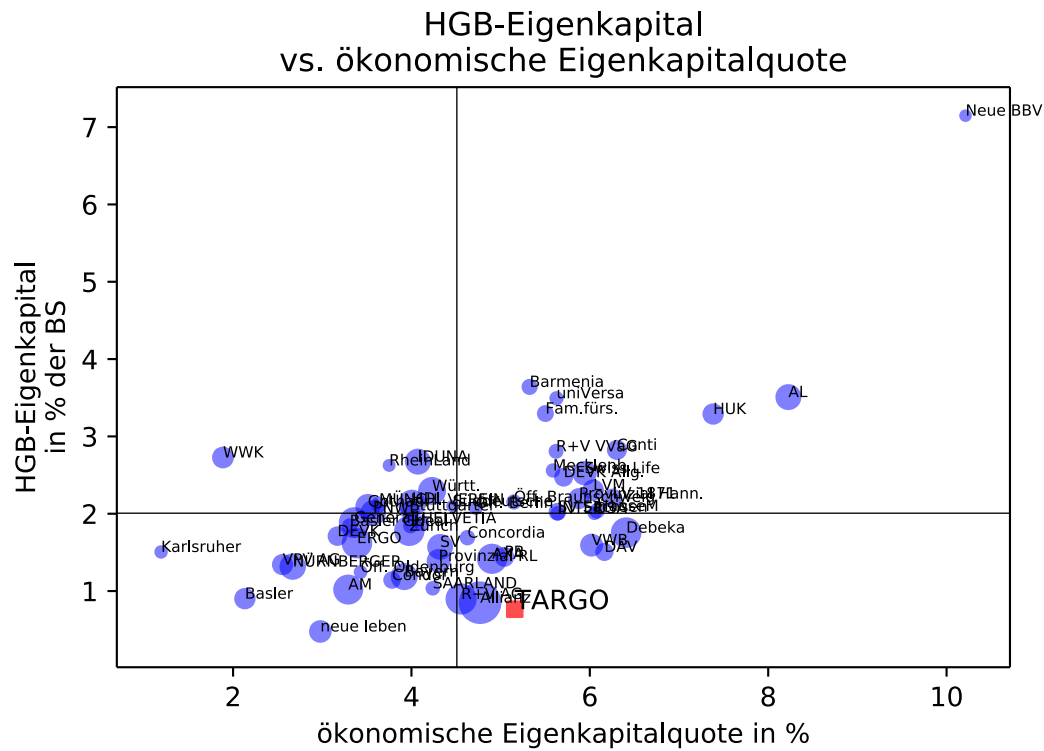
## 9 Marktvergleich

Die größte Stärke der TARGO Leben ist die Quote der Größe "passivische Bewertungsreserven". Von den 58 Unternehmen liegt die Gesellschaft damit auf Rang 6. Der Wert beträgt 7,93% der HGB-Bilanzsumme. Im Vergleich zum Median des Marktes in Höhe von -2,50% der HGB-Bilanzsumme erhöht dies die ökonomische Eigenkapitalquote um 1,96 Prozentpunkte.



Die Korrelation zwischen den dargestellten Größen beträgt im Markt 0,71.

Die größte Schwäche der TARGO Leben ist die Quote der Größe "HGB-Eigenkapital". Von den 58 Unternehmen liegt die Gesellschaft damit auf Rang 57. Der Wert beträgt 0,76% der HGB-Bilanzsumme. Im Vergleich zum Median des Marktes in Höhe von 2,01% der HGB-Bilanzsumme reduziert dies die ökonomische Eigenkapitalquote um 1,24 Prozentpunkte.



Die Korrelation zwischen den dargestellten Größen beträgt im Markt 0,64.

## 10 Zusammenfassung

Die wesentlichen Ergebnisse bezüglich der Finanzstärke und Risikotragfähigkeit der TARGO 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 227 Mio. Euro.
- Die ökonomische Eigenkapitalquote beträgt 5,16%.
- Die Gesellschaft liegt damit auf Platz 22 von 58 deutschen Lebensversicherern.
- Größte Stärke: passivische Bewertungsreserven
- Größte Schwäche: HGB-Eigenkapital

### Risikotragfähigkeit

- Die Sicherheitsmittelquote beträgt 31,85%.
- Die Gesellschaft liegt damit auf Platz 3 von 58 deutschen Lebensversicherern.
- Die nachhaltige Gesamtverzinsung beträgt 5,80%.

## 11 Anhang: Die Daten

Nachfolgend ist dargestellt, wie die TARGO 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>	TARGO	Min.	5% <sup>2</sup>	50% <sup>2</sup>	95% <sup>2</sup>	Max.
aktivische Bewertungsreserven	33	682	53	117	851	8.615	43.362
Buchwert Kapitalanlagen	34	3.437	438	840	5.097	39.961	169.434
Direktgutschrift	47	0,00	0,00	0,00	3,99	137,88	281,86
Fondsgebundene LV	20	710	0	0	382	6.352	13.676
freie RSt für Beitragsrückerstattu.	25	192	6	14	131	927	6.467
Genussrechte	8	0,00	0,00	0,00	0,00	7,17	150,00
Gewinnabführung	4	43,03	0,00	0,00	0,00	43,62	513,00
HGB-Bilanzsumme	34	4.400	677	925	5.979	43.280	178.886
HGB-Deckungsrückstellung	35	2.903	398	711	4.357	36.670	154.463
HGB-Eigenkapital ohne GR und NV	45	34	10	14	97	728	1.519
Jahresüberschuss nach Steuern und.	56	-0,00	-0,00	-0,00	1,95	42,43	95,00
Jahresüberschuss vor Steuern und G.	5	64,98	-18,40	0,79	9,68	79,80	125,82
Kapitalanlage-Aufwendungen	28	30,48	0,57	1,75	24,23	211,83	502,59
Kapitalanlage-Erträge	35	174	29	39	274	1.968	8.619
mittlerer Tarifrachungszins	58	2,02%	2,02%	2,59%	3,21%	3,80%	3,98%
nachrangige Verbindlichkeiten	20	0,00	0,00	0,00	0,00	175,35	387,65
Risiko- und Übriges Ergebnis	27	52,16	-6,73	4,11	29,81	364,20	732,29
Rohüberschuss	24	129	2	10	93	611	3.133
Schlussüberschussanteil-Fonds	27	145	1	20	128	1.122	4.282
Steuern	8	21,94	-556,18	-24,57	2,90	35,91	60,00
Zahlungen Versicherungsfälle	27	512	29	59	493	3.625	12.760
Zinsaufwand	42	67	11	31	186	1.624	5.716
Zinszusatzreserve	51	21	2	17	113	1.138	3.831
Zuführung zur RfB	24	64	1	5	51	396	3.008
ZZR-Aufwand	51	9	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>	TARGO	Min.	5% <sup>2</sup>	50% <sup>2</sup>	95% <sup>2</sup>	Max.
Bestandsabbaurate	1	14,24%	5,00%	6,64%	9,20%	12,62%	14,24%
Garantie	35	2.554	341	797	4.573	38.195	160.395
Garantien und Optionen	57	0,00	0,00	0,05	1,91	32,55	89,05
HGB-DRSt ohne ZZR	35	2.883	397	699	4.244	35.984	150.631
HGB-DRSt ohne ZZR zzgl. FLV	35	3.593	522	760	5.076	37.434	154.896
HGB-Eigenkapital	46	34	13	14	104	749	1.519
Kapitalergebnis	36	144	27	35	234	1.818	8.117
latente Steuern	28	64	-11	5	59	485	2.338
Marktwert Kapitalanlagen	34	4.118	492	949	5.805	49.605	212.796
Marktwert-Bilanzsumme	34	5.081	731	1.035	6.783	52.191	222.249
nachhaltige Gesamtverzinsung	2	5,80%	3,46%	3,93%	4,49%	5,38%	7,65%
Nettoverzinsung	39	4,18%	3,74%	3,91%	4,42%	5,22%	6,48%
Passivduration	58	7,10	7,10	7,89	10,41	13,83	17,54
passivische Bewertungsreserven	11	349	-5.932	-1.657	-69	740	1.329
Puffer	28	1.175	71	104	957	8.094	41.166
Sicherheitsmittel	28	1.401	82	167	1.225	10.100	49.698
Sicherheitsmittelquote	3	31,85%	5,56%	11,66%	20,82%	30,59%	34,17%
sonstige Aktiva	28	253	23	27	225	1.796	5.188
sonstige Passiva	31	415	23	52	479	2.526	7.891
verfügbare RfB	25	337	15	35	283	1.829	10.749
Zinsergebnis	19	76	-5	-1	31	270	2.401
zukünftige Aktionärsgewinne	28	258	-91	20	235	1.940	9.351
zukünftige pass. vt. Überschüsse	29	370	-53	41	352	3.719	8.391
zukünftige pass. Zinsüberschüsse	1	-21	-14.323	-3.985	-546	-71	-21
zukünftige Überschussbeteiligung	28	773	21	81	708	5.828	28.079
zukünftige Überschüsse	28	1.031	-2	86	943	7.768	37.430
ökonomische Eigenkapitalquote	22	5,16%	1,19%	2,49%	4,51%	6,55%	10,21%
ökonomisches Eigenkapital	31	227	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