

Real Rate

Finanzstärkeanalyse

Swiss Life

10/2015

Real Rate	Swiss Life
	Sehr Gut
	12. Platz von 58 Lebensversicherern
	10/2015

Wesentliche Ergebnisse

- Der faire Unternehmenswert beträgt 928 Mio. Euro.
- Die ökonomische Eigenkapitalquote beträgt 5,94%.
- Die Gesellschaft liegt damit auf Platz 12 von 58 deutschen Lebensversicherern.
- Größte Stärke: aktivische Bewertungsreserven
- Größte Schwäche: zukünftige pass. Zinsüberschüsse

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 Swiss Life untersucht. Hierzu wird die handelsrechtliche Bilanz der Swiss Life 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 394,25 Mio. Euro.

Aktiva	in Mio. Euro	Passiva	in Mio. Euro
Kapitalanlagen	14.438	HGB-Eigenkapital	394
Fondsgebundene LV	557	verfügbare RfB	504
Sonst. Aktiva	618	Deckungsrückstellung	13.395
		Fondsgebundene LV	557
		Sonst. Passiva	763
Aktiva	15.614	Passiva	15.614

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. 3,32%. Dieser wird mittels der Passivduration von ca. 11,4 auf den nachhaltigen Zins in Höhe von 1,82%, umbewertet. Unter Ansatz der bereits gestellten Zinszusatzreserve in Höhe von 448,40 Mio. Euro führt dies zu passivischen Zins-Bewertungsreserven von -1.765 Mio. Euro. Hinzu kommen passivische Bewertungsreserven aus Biometrie und Kosten in Höhe von 1.541 Mio. Euro. Die passivischen Bewertungsreserven betragen damit insgesamt -223,21 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 3.078 Mio. Euro.

Die Summe aus aktivischen und passivischen Bewertungsreserven beträgt insgesamt 2.854 Mio. Euro. Davon entfallen unter Anwendung der Mindestzuführungsverordnung 533,43 Mio. auf die Aktionärssphäre in Form von zukünftigen Aktionärgewinnen nach Steuern. Dies führt vom HGB-Eigenkapital zum ökonomischen Eigenkapital in der Marktwertbilanz. Die restlichen 2.321 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 2,35 Mio. Euro.

Aktiva	in Mio. Euro	Passiva	in Mio. Euro
Kapitalanlagen	17.516	ök. Eigenkapital	928
Fondsgebundene LV	557	Puffer	2.825
Sonst. Aktiva	618	Garantie	13.619
		Fondsgebundene LV	557
		Sonst. Passiva	763
Aktiva	18.691	Passiva	18.691

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 5,94%. Sie liegt 1,43%-Punkte über dem Median von 4,51% und damit auf Rang 12 von 58 Lebensversicherern.

Komponente ök. EK	in Mio. Euro	in % der HGB-Bilanzsumme
HGB-Eigenkapital	394,25	2,52
zukünftige Aktionärgewinne	711,24	4,56
Steuern	-177,81	-1,14
ökonomisches Eigenkapital	927,68	5,94

Der faire Unternehmenswert der Swiss Life beträgt gemäß der RealRate-Analyse 927,68 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 Swiss Life beträgt 18,10%.

Puffer-Komponente	in Mio. Euro	in % der HGB-Bilanzsumme
verfügbare RfB	504	3,23
Überschussbeteiligung	2.143	13,73
Steuern	178	1,14
Puffer	2.825	18,10

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 Swiss Life beträgt 24,04%.

Komponente Sicherheitsmittel	in Mio. Euro	in % der HGB-Bilanzsumme
HGB-Eigenkapital	394	2,52
verfügbare RfB	504	3,23
zukünftige Überschüsse	2.854	18,28
Sicherheitsmittel	3.753	24,04

Die nachhaltige Gesamtverzinsung, die im Mittel aus der künftigen Überschussbeteiligung finanzierbar ist, beträgt 4,78%. Davon beträgt der mittlere garantierte Rechnungszins 3,32%.

7 Die Stärken und Schwächen

Die relativen Stärken und Schwächen der Swiss Life 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 Swiss Life zum anderen stark vom Markt abweicht.

Die größte Stärke der Swiss Life ist die Quote der Größe "aktive Bewertungsreserven". Von den 58 Unternehmen liegt die Gesellschaft damit auf Rang 10. Der Wert beträgt 19,71% der HGB-Bilanzsumme. Im Vergleich zum Median des Marktes in Höhe von 15,52% der HGB-Bilanzsumme erhöht dies die ökonomische Eigenkapitalquote um 0,80 Prozentpunkte. Die weiteren Stärken sind die Größen "zukünftige Überschüsse" und "zukünftige Aktionärgewinne". Die größten Schwächen sind die Größen "zukünftige pass. Zinsüberschüsse", "latente Steuern" und "mittlerer Tarifrechnungszins".

Größe ⁰	Rang ¹	Swiss Life	Markt ²	Effekt ³ ökonomische Eigenkapitalquote
Quote aktive Bewertungsreserve.	10	19,71%	15,52%	0,80%
Quote zukünftige Überschüsse	19	18,28%	14,44%	0,73%
Quote zukünftige Aktionärgewinne	19	4,56%	3,59%	0,73%
Quote zukünftige pass. vt. Übersch.	15	9,87%	6,50%	0,64%
Quote nachrangige Verbindlichkeiten.	8	0,64%	0,00%	0,64%
Quote Risiko- und Übriges Ergebnis	19	0,87%	0,60%	0,57%
Quote HGB-Eigenkapital	13	2,52%	2,01%	0,52%
Quote passive Bewertungsreserv.	23	-1,43%	-2,50%	0,20%
Quote HGB-Eigenkapital ohne GR und.	19	1,88%	1,71%	0,17%
Quote Zinszusatzreserve	11	2,87%	2,14%	0,17%
...
Quote Marktwert Kapitalanlagen	16	112,18%	109,10%	-0,00%
Quote Fondsgebundene LV	26	3,57%	2,95%	-0,01%
Quote Zahlungen Versicherungsfälle	38	7,18%	7,83%	-0,07%
Passivduration	17	11,38	10,41	-0,07%
Bestandsabbaurate	42	8,30%	9,20%	-0,08%
Quote HGB-DRSt ohne ZZR	22	82,92%	78,58%	-0,18%
Quote HGB-Deckungsrückstellung	19	85,79%	81,27%	-0,19%
mittlerer Tarifrechnungszins	21	3,32%	3,21%	-0,20%
Quote latente Steuern	19	1,14%	0,90%	-0,24%
Quote zukünftige pass. Zinsübersch.	48	-11,30%	-8,69%	-0,50%

⁰ Quote bezogen auf HGB-Bilanzsumme

¹ von 58 Versicherern bei fallender Sortierung

² Median

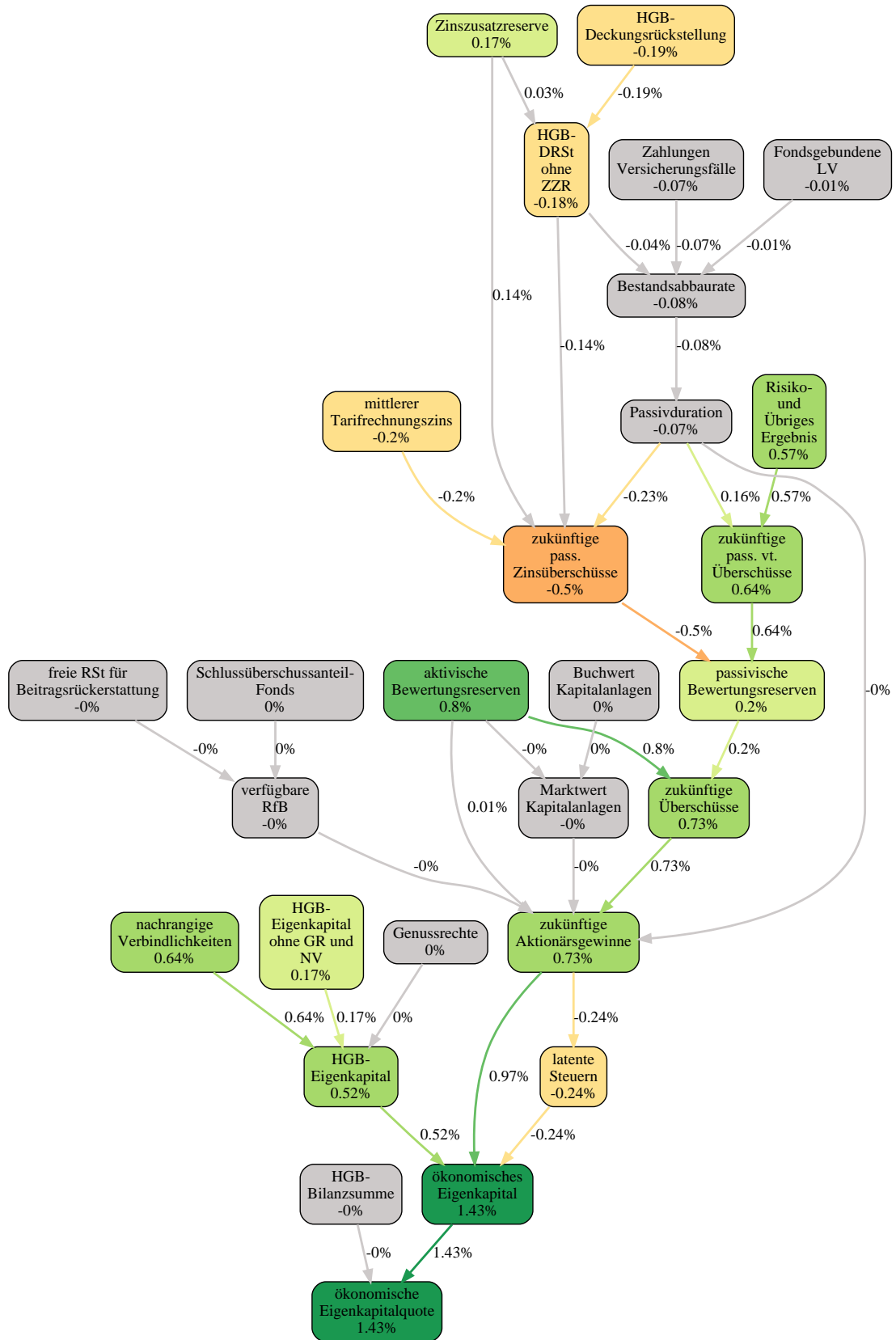
³ Änderung in Prozentpunkten

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.

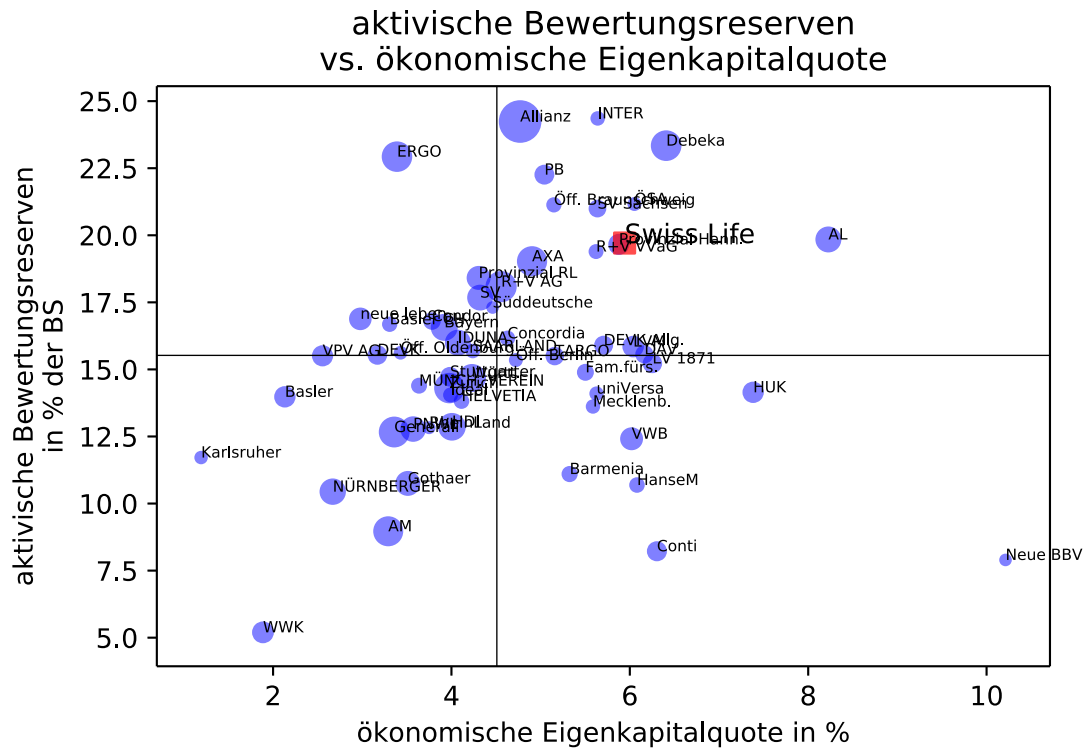
Die Größen "aktivische Bewertungsreserven", "zukünftige Überschüsse" und "zukünftige Aktionärgewinne" wirken stark positiv und sind grün dargestellt. Zudem wird deutlich, welche anderen Größen sie beeinflussen. Hingegen wirken die Größen "zukünftige pass. Zinsüberschüsse", "latente Steuern" und "mittlerer Tarifrechnungszins" sehr negativ auf die ökonomische Eigenkapitalquote und sind rot eingefärbt. Insgesamt liegt die ökonomische Eigenkapitalquote 1,43%-Punkte über dem Median des Marktes.

Ursachenanalyse



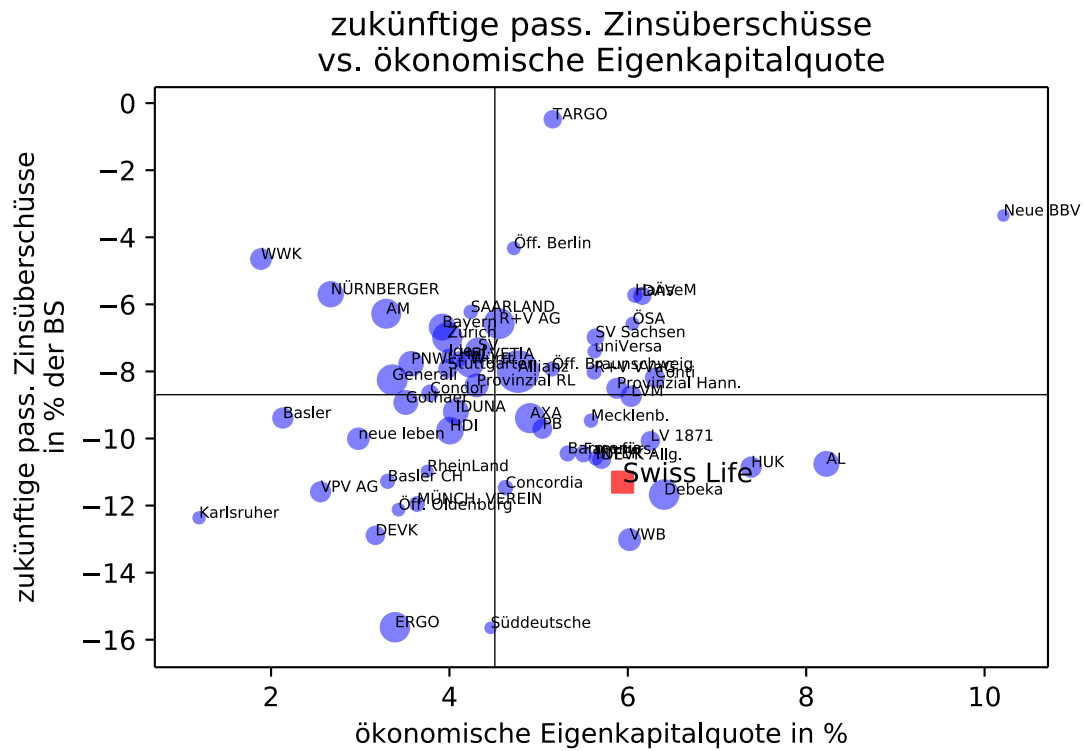
9 Marktvergleich

Die größte Stärke der Swiss Life ist die Quote der Größe "aktive Bewertungsreserven". Von den 58 Unternehmen liegt die Gesellschaft damit auf Rang 10. Der Wert beträgt 19,71% der HGB-Bilanzsumme. Im Vergleich zum Median des Marktes in Höhe von 15,52% der HGB-Bilanzsumme erhöht dies die ökonomische Eigenkapitalquote um 0,80 Prozentpunkte.



Die Korrelation zwischen den dargestellten Größen beträgt im Markt 0,18.

Die größte Schwäche der Swiss Life ist die Quote der Größe "zukünftige pass. Zinsüberschüsse". Von den 58 Unternehmen liegt die Gesellschaft damit auf Rang 48. Der Wert beträgt -11,30% der HGB-Bilanzsumme. Im Vergleich zum Median des Marktes in Höhe von -8,69% der HGB-Bilanzsumme reduziert dies die ökonomische Eigenkapitalquote um 0,50 Prozentpunkte.



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

10 Zusammenfassung

Die wesentlichen Ergebnisse bezüglich der Finanzstärke und Risikotragfähigkeit der Swiss Life 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 928 Mio. Euro.
- Die ökonomische Eigenkapitalquote beträgt 5,94%.
- Die Gesellschaft liegt damit auf Platz 12 von 58 deutschen Lebensversicherern.
- Größte Stärke: aktivische Bewertungsreserven
- Größte Schwäche: zukünftige pass. Zinsüberschüsse

Risikotragfähigkeit

- Die Sicherheitsmittelquote beträgt 24,04%.
- Die Gesellschaft liegt damit auf Platz 23 von 58 deutschen Lebensversicherern.
- Die nachhaltige Gesamtverzinsung beträgt 4,78%.

11 Anhang: Die Daten

Nachfolgend ist dargestellt, wie die Swiss Life 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	Swiss Life	Min.	5% ²	50% ²	95% ²	Max.
aktivische Bewertungsreserven	15	3.078	53	117	851	8.615	43.362
Buchwert Kapitalanlagen	18	14.438	438	840	5.097	39.961	169.434
Direktgutschrift	5	123,10	0,00	0,00	3,99	137,88	281,86
Fondsgebundene LV	25	557	0	0	382	6.352	13.676
freie RSt für Beitragsrückerstattu.	26	170	6	14	131	927	6.467
Genussrechte	8	0,00	0,00	0,00	0,00	7,17	150,00
Gewinnabführung	17	0,00	0,00	0,00	0,00	43,62	513,00
HGB-Bilanzsumme	18	15.614	677	925	5.979	43.280	178.886
HGB-Deckungsrückstellung	17	13.395	398	711	4.357	36.670	154.463
HGB-Eigenkapital ohne GR und NV	14	294	10	14	97	728	1.519
Jahresüberschuss nach Steuern und.	9	18,00	-0,00	-0,00	1,95	42,43	95,00
Jahresüberschuss vor Steuern und G.	39	3,15	-18,40	0,79	9,68	79,80	125,82
Kapitalanlage-Aufwendungen	15	81,05	0,57	1,75	24,23	211,83	502,59
Kapitalanlage-Erträge	18	784	29	39	274	1.968	8.619
mittlerer Tarifrchnungszins	21	3,32%	2,02%	2,59%	3,21%	3,80%	3,98%
nachrangige Verbindlichkeiten	6	100,00	0,00	0,00	0,00	175,35	387,65
Risiko- und Übriges Ergebnis	12	135,41	-6,73	4,11	29,81	364,20	732,29
Rohüberschuss	14	237	2	10	93	611	3.133
Schlussüberschussanteil-Fonds	16	335	1	20	128	1.122	4.282
Steuern	54	-14,85	-556,18	-24,57	2,90	35,91	60,00
Zahlungen Versicherungsfälle	19	1.121	29	59	493	3.625	12.760
Zinsaufwand	16	601	11	31	186	1.624	5.716
Zinszusatzreserve	14	448	2	17	113	1.138	3.831
Zuführung zur RfB	16	111	1	5	51	396	3.008
ZZR-Aufwand	15	171	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	Swiss Life	Min.	5% ²	50% ²	95% ²	Max.
Bestandsabbaurate	42	8,30%	5,00%	6,64%	9,20%	12,62%	14,24%
Garantie	17	13.619	341	797	4.573	38.195	160.395
Garantien und Optionen	26	2,35	0,00	0,05	1,91	32,55	89,05
HGB-DRSt ohne ZZR	17	12.947	397	699	4.244	35.984	150.631
HGB-DRSt ohne ZZR zzgl. FLV	18	13.504	522	760	5.076	37.434	154.896
HGB-Eigenkapital	13	394	13	14	104	749	1.519
Kapitalergebnis	17	703	27	35	234	1.818	8.117
latente Steuern	13	178	-11	5	59	485	2.338
Marktwert Kapitalanlagen	16	17.516	492	949	5.805	49.605	212.796
Marktwert-Bilanzsumme	18	18.691	731	1.035	6.783	52.191	222.249
nachhaltige Gesamtverzinsung	18	4,78%	3,46%	3,93%	4,49%	5,38%	7,65%
Nettoverzinsung	15	4,87%	3,74%	3,91%	4,42%	5,22%	6,48%
Passivduration	17	11,38	7,10	7,89	10,41	13,83	17,54
passivische Bewertungsreserven	39	-223	-5.932	-1.657	-69	740	1.329
Puffer	15	2.825	71	104	957	8.094	41.166
Sicherheitsmittel	14	3.753	82	167	1.225	10.100	49.698
Sicherheitsmittelquote	23	24,04%	5,56%	11,66%	20,82%	30,59%	34,17%
sonstige Aktiva	16	618	23	27	225	1.796	5.188
sonstige Passiva	26	763	23	52	479	2.526	7.891
verfügbare RfB	21	504	15	35	283	1.829	10.749
Zinsergebnis	15	102	-5	-1	31	270	2.401
zukünftige Aktionärgewinne	13	711	-91	20	235	1.940	9.351
zukünftige pass. vt. Überschüsse	12	1.541	-53	41	352	3.719	8.391
zukünftige pass. Zinsüberschüsse	46	-1.765	-14.323	-3.985	-546	-71	-21
zukünftige Überschussbeteiligung	13	2.143	21	81	708	5.828	28.079
zukünftige Überschüsse	13	2.854	-2	86	943	7.768	37.430
ökonomische Eigenkapitalquote	12	5,94%	1,19%	2,49%	4,51%	6,55%	10,21%
ökonomisches Eigenkapital	13	928	11	35	242	2.005	8.533

Angaben in Mio. Euro bzw. in Prozent

¹ bei fallender Sortierung

² Quantil von 58 Versicherern