

Real Rate

Finanzstärkeanalyse

Stuttgarter Leben

10/2015



Wesentliche Ergebnisse

- Der faire Unternehmenswert beträgt 230 Mio. Euro.
- Die ökonomische Eigenkapitalquote beträgt 3,98%.
- Die Gesellschaft liegt damit auf Platz 39 von 58 deutschen Lebensversicherern.
- Größte Stärke: HGB-Eigenkapital ohne GR und NV
- 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 Stuttgarter Leben untersucht. Hierzu wird die handelsrechtliche Bilanz der Stuttgarter 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 118,00 Mio. Euro.

Aktiva	in Mio. Euro	Passiva	in Mio. Euro
Kapitalanlagen	4.926	HGB-Eigenkapital	118
Fondsgebundene LV	559	verfügbare RfB	365
Sonst. Aktiva	291	Deckungsrückstellung	4.437
		Fondsgebundene LV	559
		Sonst. Passiva	297
Aktiva	5.776	Passiva	5.776

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. 3,25%. Dieser wird mittels der Passivduration von ca. 9,8 auf den nachhaltigen Zins in Höhe von 1,82%, umbewertet. Unter Ansatz der bereits gestellten Zinszusatzreserve in Höhe von 142,20 Mio. Euro führt dies zu passivischen Zins-Bewertungsreserven von -457,37 Mio. Euro. Hinzu kommen passivische Bewertungsreserven aus Biometrie und Kosten in Höhe von 213,06 Mio. Euro. Die passivischen Bewertungsreserven betragen damit insgesamt -244,31 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 850,67 Mio. Euro.

Die Summe aus aktivischen und passivischen Bewertungsreserven beträgt insgesamt 606,36 Mio. Euro. Davon entfallen unter Anwendung der Mindestzuführungsverordnung 112,09 Mio. auf die Aktionärssphäre in Form von zukünftigen Aktionärgewinnen nach Steuern. Dies führt vom HGB-Eigenkapital zum ökonomischen Eigenkapital in der Marktwertbilanz. Die restlichen 494,27 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 2,14 Mio. Euro.

Aktiva	in Mio. Euro	Passiva	in Mio. Euro
Kapitalanlagen	5.777	ök. Eigenkapital	230
Fondsgebundene LV	559	Puffer	859
Sonst. Aktiva	291	Garantie	4.682
		Fondsgebundene LV	559
		Sonst. Passiva	297
Aktiva	6.627	Passiva	6.627

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 3,98%. Sie liegt 0,53%-Punkte unter dem Median von 4,51% und damit auf Rang 39 von 58 Lebensversicherern.

Komponente ök. EK	in Mio. Euro	in % der HGB-Bilanzsumme
HGB-Eigenkapital	118,00	2,04
zukünftige Aktionärgewinne	149,46	2,59
Steuern	-37,36	-0,65
ökonomisches Eigenkapital	230,09	3,98

Der faire Unternehmenswert der Stuttgarter Leben beträgt gemäß der RealRate-Analyse 230,09 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 Stuttgarter Leben beträgt 14,87%.

Puffer-Komponente	in Mio. Euro	in % der HGB-Bilanzsumme
verfügbare RfB	364,92	6,32
Überschussbeteiligung	456,91	7,91
Steuern	37,36	0,65
Puffer	859,19	14,87

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 Stuttgarter Leben beträgt 18,86%.

Komponente Sicherheitsmittel	in Mio. Euro	in % der HGB-Bilanzsumme
HGB-Eigenkapital	118	2,04
verfügbare RfB	365	6,32
zukünftige Überschüsse	606	10,50
Sicherheitsmittel	1.089	18,86

Die nachhaltige Gesamtverzinsung, die im Mittel aus der künftigen Überschussbeteiligung finanzierbar ist, beträgt 4,34%. Davon beträgt der mittlere garantierte Rechnungszins 3,25%.

7 Die Stärken und Schwächen

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

Die größte Stärke der Stuttgarter Leben ist die Quote der Größe "HGB-Eigenkapital ohne GR und NV". Von den 58 Unternehmen liegt die Gesellschaft damit auf Rang 16. Der Wert beträgt 2,04% der HGB-Bilanzsumme. Im Vergleich zum Median des Marktes in Höhe von 1,71% der HGB-Bilanzsumme erhöht dies die ökonomische Eigenkapitalquote um 0,33 Prozentpunkte. Die weiteren Stärken sind die Größen "latente Steuern" und "HGB-Deckungsrückstellung". Die größten Schwächen sind die Größen "zukünftige Überschüsse", "zukünftige Aktionärgewinne" und "zukünftige pass. vt. Überschüsse".

Größe ⁰	Rang ¹	Stuttgarter	Markt ²	Effekt ³ ökonomische Eigenkapitalquote
Quote HGB-Eigenkapital ohne GR und.	16	2,04%	1,71%	0,33%
Quote latente Steuern	41	0,65%	0,90%	0,25%
Quote HGB-Deckungsrückstellung	40	76,82%	81,27%	0,19%
Quote HGB-DRSt ohne ZZR	41	74,36%	78,58%	0,18%
Quote zukünftige pass. Zinsübersch.	21	-7,92%	-8,69%	0,15%
Passivduration	42	9,78	10,41	0,09%
Bestandsabbaurate	17	9,88%	9,20%	0,08%
Quote Zinszusatzreserve	22	2,46%	2,14%	0,08%
Quote Zahlungen Versicherungsfälle	19	8,30%	7,83%	0,07%
Quote HGB-Eigenkapital	25	2,04%	2,01%	0,04%
...
Quote sonstige Passiva	36	5,13%	5,77%	-0,00%
Quote freie RSt für Beitragsrücker.	41	1,43%	2,20%	-0,00%
mittlerer Tarifrechnungszins	25	3,25%	3,21%	-0,05%
Quote Fondsgebundene LV	15	9,68%	2,95%	-0,10%
Quote aktivische Bewertungsreserve.	35	14,73%	15,52%	-0,16%
Quote passivische Bewertungsreserv.	45	-4,23%	-2,50%	-0,34%
Quote Risiko- und Übriges Ergebnis	48	0,38%	0,60%	-0,43%
Quote zukünftige pass. vt. Übersch.	47	3,69%	6,50%	-0,55%
Quote zukünftige Aktionärgewinne	41	2,59%	3,59%	-0,75%
Quote zukünftige Überschüsse	42	10,50%	14,44%	-0,77%

⁰ Quote bezogen auf HGB-Bilanzsumme

¹ von 58 Versicherern bei fallender Sortierung

² Median

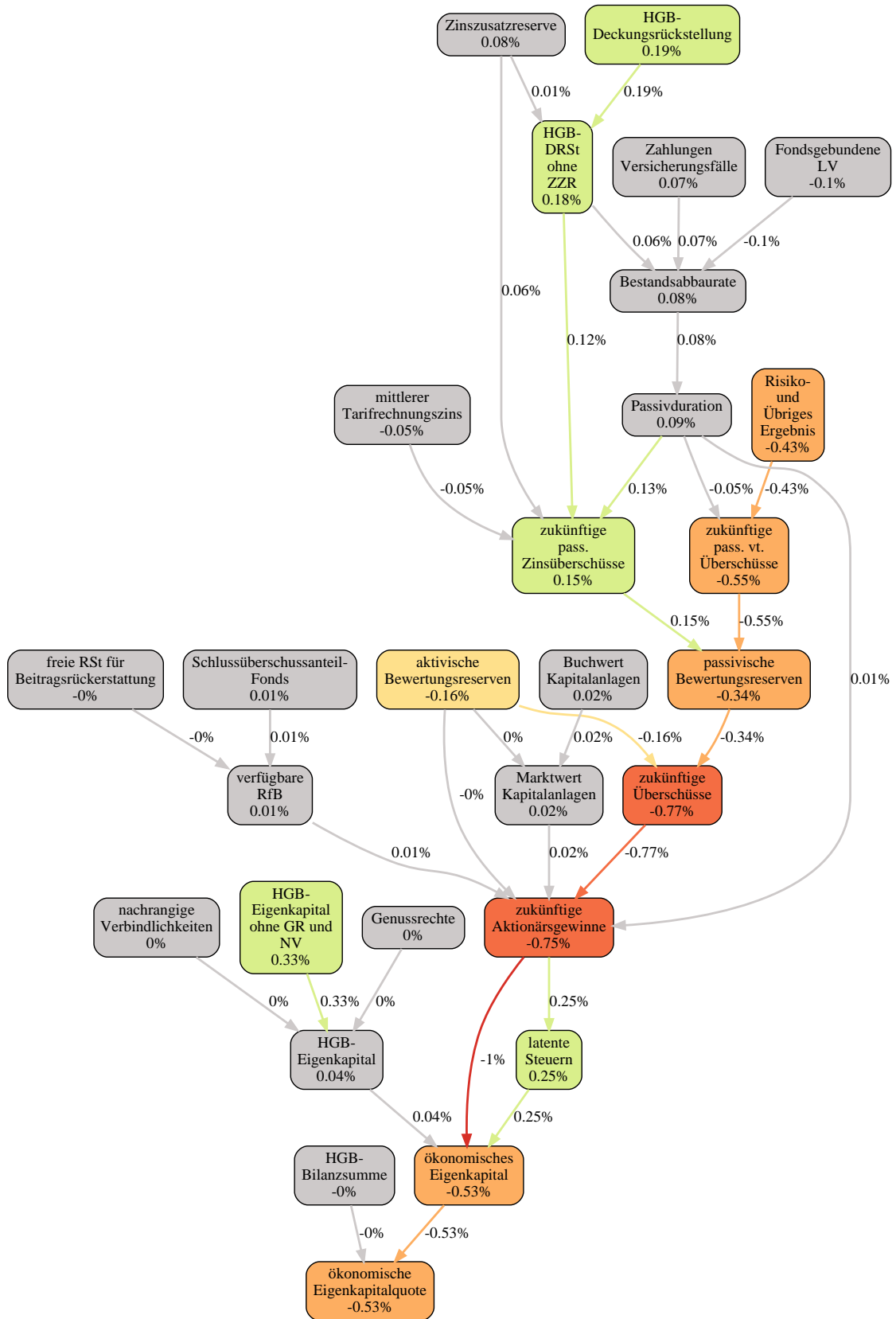
³ Änderung in Prozentpunkten

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.

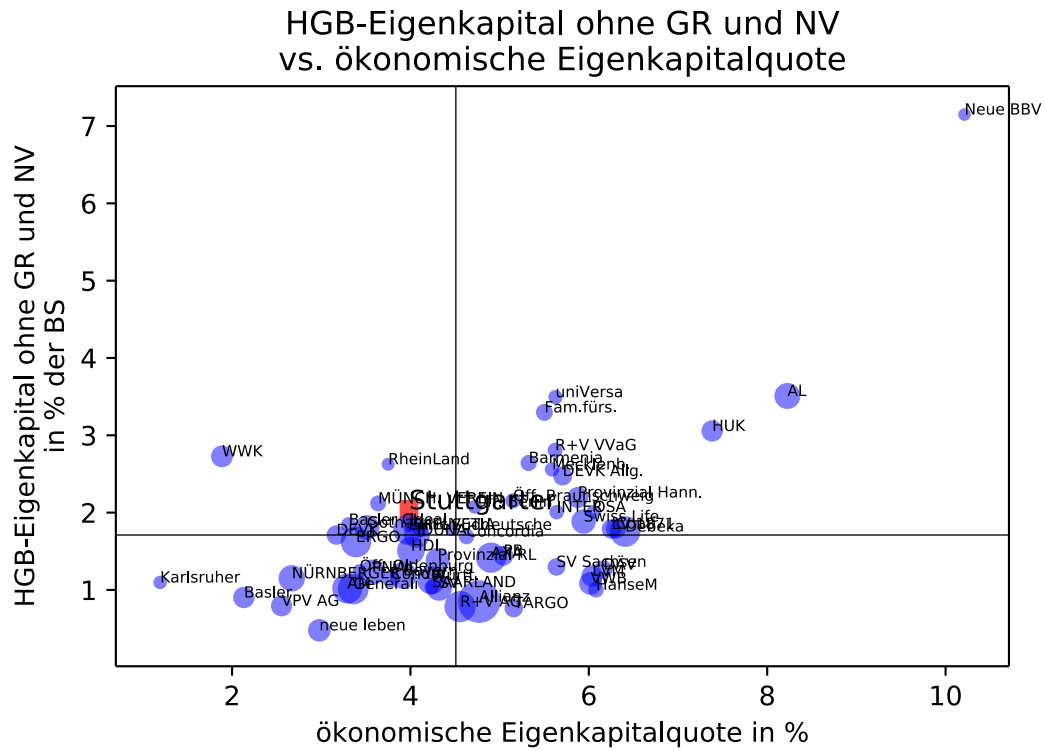
Die Größen "HGB-Eigenkapital ohne GR und NV", "latente Steuern" und "HGB-Deckungsrückstellung" wirken stark positiv und sind grün dargestellt. Zudem wird deutlich, welche anderen Größen sie beeinflussen. Hingegen wirken die Größen "zukünftige Überschüsse", "zukünftige Aktionärgewinne" und "zukünftige pass. vt. Überschüsse" sehr negativ auf die ökonomische Eigenkapitalquote und sind rot eingefärbt. Insgesamt liegt die ökonomische Eigenkapitalquote 0,53%-Punkte unter dem Median des Marktes.

Ursachenanalyse



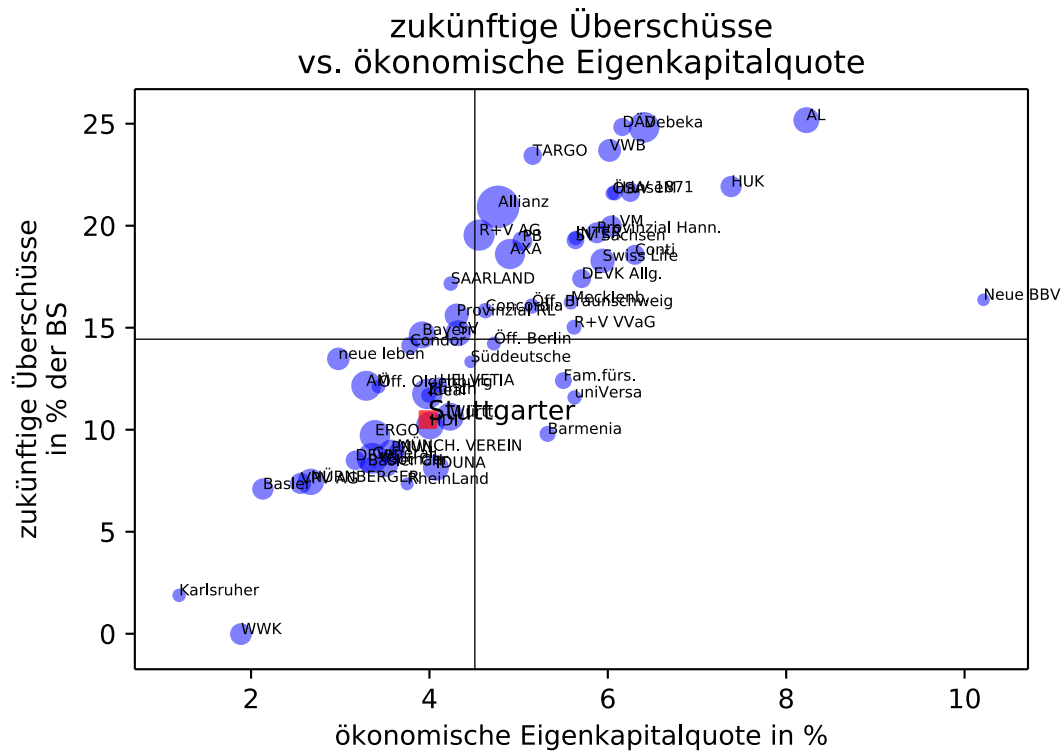
9 Marktvergleich

Die größte Stärke der Stuttgarter Leben ist die Quote der Größe "HGB-Eigenkapital ohne GR und NV". Von den 58 Unternehmen liegt die Gesellschaft damit auf Rang 16. Der Wert beträgt 2,04% der HGB-Bilanzsumme. Im Vergleich zum Median des Marktes in Höhe von 1,71% der HGB-Bilanzsumme erhöht dies die ökonomische Eigenkapitalquote um 0,33 Prozentpunkte.



Die Korrelation zwischen den dargestellten Größen beträgt im Markt 0,61.

Die größte Schwäche der Stuttgarter Leben ist die Quote der Größe "zukünftige Überschüsse". Von den 58 Unternehmen liegt die Gesellschaft damit auf Rang 42. Der Wert beträgt 10,50% der HGB-Bilanzsumme. Im Vergleich zum Median des Marktes in Höhe von 14,44% der HGB-Bilanzsumme reduziert dies die ökonomische Eigenkapitalquote um 0,77 Prozentpunkte.



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

10 Zusammenfassung

Die wesentlichen Ergebnisse bezüglich der Finanzstärke und Risikotragfähigkeit der Stuttgarter 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 230 Mio. Euro.
- Die ökonomische Eigenkapitalquote beträgt 3,98%.
- Die Gesellschaft liegt damit auf Platz 39 von 58 deutschen Lebensversicherern.
- Größte Stärke: HGB-Eigenkapital ohne GR und NV
- Größte Schwäche: zukünftige Überschüsse

Risikotragfähigkeit

- Die Sicherheitsmittelquote beträgt 18,86%.
- Die Gesellschaft liegt damit auf Platz 33 von 58 deutschen Lebensversicherern.
- Die nachhaltige Gesamtverzinsung beträgt 4,34%.

11 Anhang: Die Daten

Nachfolgend ist dargestellt, wie die Stuttgarter 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	Stuttgarter	Min.	5% ²	50% ²	95% ²	Max.
aktivische Bewertungsreserven	30	851	53	117	851	8.615	43.362
Buchwert Kapitalanlagen	31	4.926	438	840	5.097	39.961	169.434
Direktgutschrift	46	0,00	0,00	0,00	3,99	137,88	281,86
Fondsgebundene LV	24	559	0	0	382	6.352	13.676
freie RSt für Beitragsrückerstattu.	36	83	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	30	5.776	677	925	5.979	43.280	178.886
HGB-Deckungsrückstellung	29	4.437	398	711	4.357	36.670	154.463
HGB-Eigenkapital ohne GR und NV	25	118	10	14	97	728	1.519
Jahresüberschuss nach Steuern und.	22	6,00	-0,00	-0,00	1,95	42,43	95,00
Jahresüberschuss vor Steuern und G.	29	10,43	-18,40	0,79	9,68	79,80	125,82
Kapitalanlage-Aufwendungen	23	38,71	0,57	1,75	24,23	211,83	502,59
Kapitalanlage-Erträge	28	288	29	39	274	1.968	8.619
mittlerer Tarifrechnungszins	25	3,25%	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	34	21,79	-6,73	4,11	29,81	364,20	732,29
Rohüberschuss	36	57	2	10	93	611	3.133
Schlussüberschussanteil-Fonds	19	282	1	20	128	1.122	4.282
Steuern	25	4,43	-556,18	-24,57	2,90	35,91	60,00
Zahlungen Versicherungsfälle	30	480	29	59	493	3.625	12.760
Zinsaufwand	27	214	11	31	186	1.624	5.716
Zinszusatzreserve	27	142	2	17	113	1.138	3.831
Zuführung zur RfB	32	46	1	5	51	396	3.008
ZZR-Aufwand	26	75	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	Stuttgarter	Min.	5% ²	50% ²	95% ²	Max.
Bestandsabbaurrate	17	9,88%	5,00%	6,64%	9,20%	12,62%	14,24%
Garantie	29	4.682	341	797	4.573	38.195	160.395
Garantien und Optionen	27	2,14	0,00	0,05	1,91	32,55	89,05
HGB-DRSt ohne ZZR	29	4.295	397	699	4.244	35.984	150.631
HGB-DRSt ohne ZZR zzgl. FLV	30	4.855	522	760	5.076	37.434	154.896
HGB-Eigenkapital	28	118	13	14	104	749	1.519
Kapitalergebnis	28	249	27	35	234	1.818	8.117
latente Steuern	32	37	-11	5	59	485	2.338
Marktwert Kapitalanlagen	31	5.777	492	949	5.805	49.605	212.796
Marktwert-Bilanzsumme	30	6.627	731	1.035	6.783	52.191	222.249
nachhaltige Gesamtverzinsung	35	4,34%	3,46%	3,93%	4,49%	5,38%	7,65%
Nettoverzinsung	7	5,06%	3,74%	3,91%	4,42%	5,22%	6,48%
Passivduration	42	9,78	7,10	7,89	10,41	13,83	17,54
passivische Bewertungsreserven	40	-244	-5.932	-1.657	-69	740	1.329
Puffer	31	859	71	104	957	8.094	41.166
Sicherheitsmittel	31	1.089	82	167	1.225	10.100	49.698
Sicherheitsmittelquote	33	18,86%	5,56%	11,66%	20,82%	30,59%	34,17%
sonstige Aktiva	24	291	23	27	225	1.796	5.188
sonstige Passiva	36	297	23	52	479	2.526	7.891
verfügbare RfB	24	365	15	35	283	1.829	10.749
Zinsergebnis	27	35	-5	-1	31	270	2.401
zukünftige Aktionärgewinne	32	149	-91	20	235	1.940	9.351
zukünftige pass. vt. Überschüsse	36	213	-53	41	352	3.719	8.391
zukünftige pass. Zinsüberschüsse	27	-457	-14.323	-3.985	-546	-71	-21
zukünftige Überschussbeteiligung	34	457	21	81	708	5.828	28.079
zukünftige Überschüsse	33	606	-2	86	943	7.768	37.430
ökonomische Eigenkapitalquote	39	3,98%	1,19%	2,49%	4,51%	6,55%	10,21%
ökonomisches Eigenkapital	30	230	11	35	242	2.005	8.533

Angaben in Mio. Euro bzw. in Prozent

¹ bei fallender Sortierung

² Quantil von 58 Versicherern