

Real Rate

Finanzstärkeanalyse

Swiss Life

10/2016



Wesentliche Ergebnisse

- Der faire Unternehmenswert beträgt 781 Mio. Euro.
- Die ökonomische Eigenkapitalquote beträgt 4,90%.
- Die Gesellschaft liegt damit auf Platz 22 von 57 deutschen Lebensversicherern.
- Größte Stärke: nachrangige Verbindlichkeiten
- 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 2015 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 402,75 Mio. Euro.

Aktiva	in Mio. Euro	Passiva	in Mio. Euro
Kapitalanlagen	14.808	HGB-Eigenkapital	403
Fondsgebundene LV	623	verfügbare RfB	468
Sonst. Aktiva	517	Deckungsrückstellung	13.740
		Fondsgebundene LV	623
		Sonst. Passiva	714
Aktiva	15.949	Passiva	15.949

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. 3,31%. Dieser wird mittels der Passivduration von ca. 11,0 auf den nachhaltigen Zins in Höhe von 2,02%, umbewertet. Unter Ansatz der bereits gestellten Zinszusatzreserve in Höhe von 668,30 Mio. Euro führt dies zu passivischen Zins-Bewertungsreserven von -1.192 Mio. Euro. Hinzu kommen passivische Bewertungsreserven aus Biometrie und Kosten in Höhe von 1.092 Mio. Euro. Die passivischen Bewertungsreserven betragen damit insgesamt -99,41 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 2.177 Mio. Euro.

Die Summe aus aktivischen und passivischen Bewertungsreserven beträgt insgesamt 2.078 Mio. Euro. Davon entfallen unter Anwendung der Mindestzuführungsverordnung 378,44 Mio. auf die Aktionärssphäre in Form von zukünftigen Aktionärgewinnen nach Steuern. Dies führt vom HGB-Eigenkapital zum ökonomischen Eigenkapital in der Marktwertbilanz. Die restlichen 1.699 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 14,81 Mio. Euro.

Aktiva	in Mio. Euro	Passiva	in Mio. Euro
Kapitalanlagen	16.985	ök. Eigenkapital	781
Fondsgebundene LV	623	Puffer	2.167
Sonst. Aktiva	517	Garantie	13.840
		Fondsgebundene LV	623
		Sonst. Passiva	714
Aktiva	18.126	Passiva	18.126

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 4,90%. Sie liegt 0,44%-Punkte über dem Median von 4,46% und damit auf Rang 22 von 57 Lebensversicherern.

Komponente ök. EK	in Mio. Euro	in % der HGB-Bilanzsumme
HGB-Eigenkapital	402,75	2,53
zukünftige Aktionärgewinne	504,58	3,16
Steuern	-126,15	-0,79
ökonomisches Eigenkapital	781,18	4,90

Der faire Unternehmenswert der Swiss Life beträgt gemäß der RealRate-Analyse 781,18 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 13,59%.

Puffer-Komponente	in Mio. Euro	in % der HGB-Bilanzsumme
verfügbare RfB	468	2,94
Überschussbeteiligung	1.573	9,86
Steuern	126	0,79
Puffer	2.167	13,59

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 18,49%.

Komponente Sicherheitsmittel	in Mio. Euro	in % der HGB-Bilanzsumme
HGB-Eigenkapital	403	2,53
verfügbare RfB	468	2,94
zukünftige Überschüsse	2.078	13,03
Sicherheitsmittel	2.949	18,49

Die nachhaltige Gesamtverzinsung, die im Mittel aus der künftigen Überschussbeteiligung finanzierbar ist, beträgt 4,41%. Davon beträgt der mittlere garantierte Rechnungszins 3,31%.

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 "nachrangige Verbindlichkeiten". Von den 57 Unternehmen liegt die Gesellschaft damit auf Rang 13. Der Wert beträgt 0,63% der HGB-Bilanzsumme. Im Vergleich zum Median des Marktes in Höhe von 0,00% der HGB-Bilanzsumme erhöht dies die ökonomische Eigenkapitalquote um 0,63 Prozentpunkte. Die weiteren Stärken sind die Größen "HGB-Eigenkapital" und "aktive Bewertungsreserven". Die größten Schwächen sind die Größen "zukünftige pass. Zinsüberschüsse", "passive Bewertungsreserven" und "mittlerer Tarifrechnungszins".

Größe ⁰	Rang ¹	Swiss Life	Markt ²	Effekt ³ ökonomische Eigenkapitalquote
Quote nachrangige Verbindlichkeiten.	13	0,63%	0,00%	0,63%
Quote HGB-Eigenkapital	17	2,53%	2,04%	0,49%
Quote aktive Bewertungsreserve.	18	13,65%	11,89%	0,37%
Quote Zinszusatzreserve	13	4,19%	3,16%	0,25%
Quote zukünftige pass. vt. Übersch.	26	6,85%	5,77%	0,22%
Quote HGB-Eigenkapital ohne GR und.	20	1,90%	1,72%	0,18%
Quote Risiko- und Übriges Ergebnis	28	0,62%	0,58%	0,10%
Quote latente Steuern	32	0,79%	0,85%	0,06%
Quote Schlussüberschussanteil-Fond.	27	2,00%	1,96%	0,00%
Quote Buchwert Kapitalanlagen	30	92,85%	92,85%	0,00%
...
Quote Zahlungen Versicherungsfälle	33	7,24%	7,43%	-0,03%
Passivduration	20	10,98	10,47	-0,05%
Bestandsabbaurate	38	8,43%	8,92%	-0,06%
Quote zukünftige Überschüsse	32	13,03%	13,75%	-0,15%
Quote zukünftige Aktionärsgewinne	32	3,16%	3,41%	-0,18%
Quote HGB-DRSt ohne ZZR	22	81,96%	77,43%	-0,18%
Quote HGB-Deckungsrückstellung	18	86,15%	81,27%	-0,20%
mittlerer Tarifrechnungszins	18	3,31%	3,12%	-0,36%
Quote passive Bewertungsreserv.	36	-0,62%	1,17%	-0,36%
Quote zukünftige pass. Zinsübersch.	46	-7,47%	-5,61%	-0,38%

⁰ Quote bezogen auf HGB-Bilanzsumme

¹ von 57 Versicherern bei fallender Sortierung

² Median

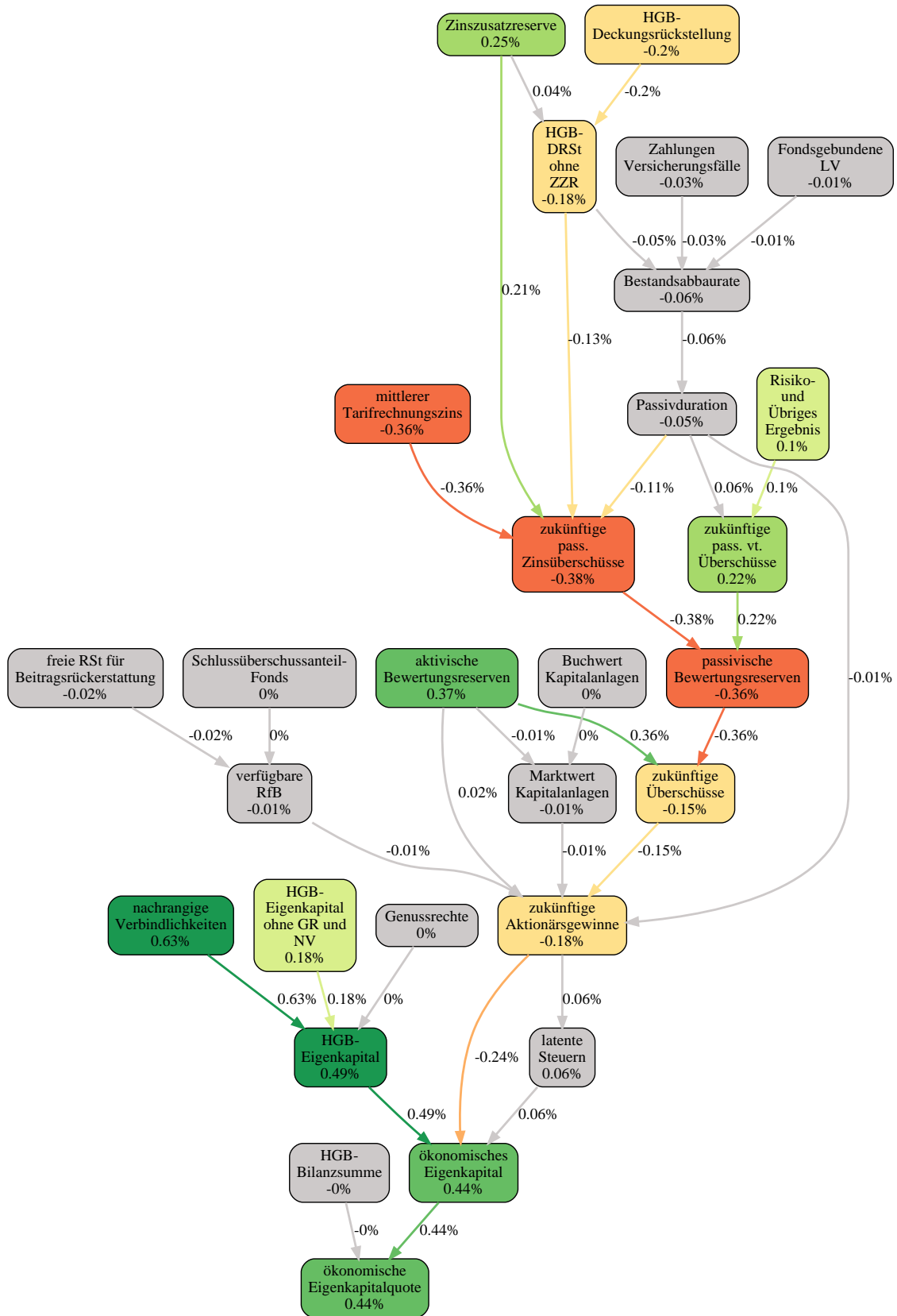
³ Änderung in Prozentpunkten

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.

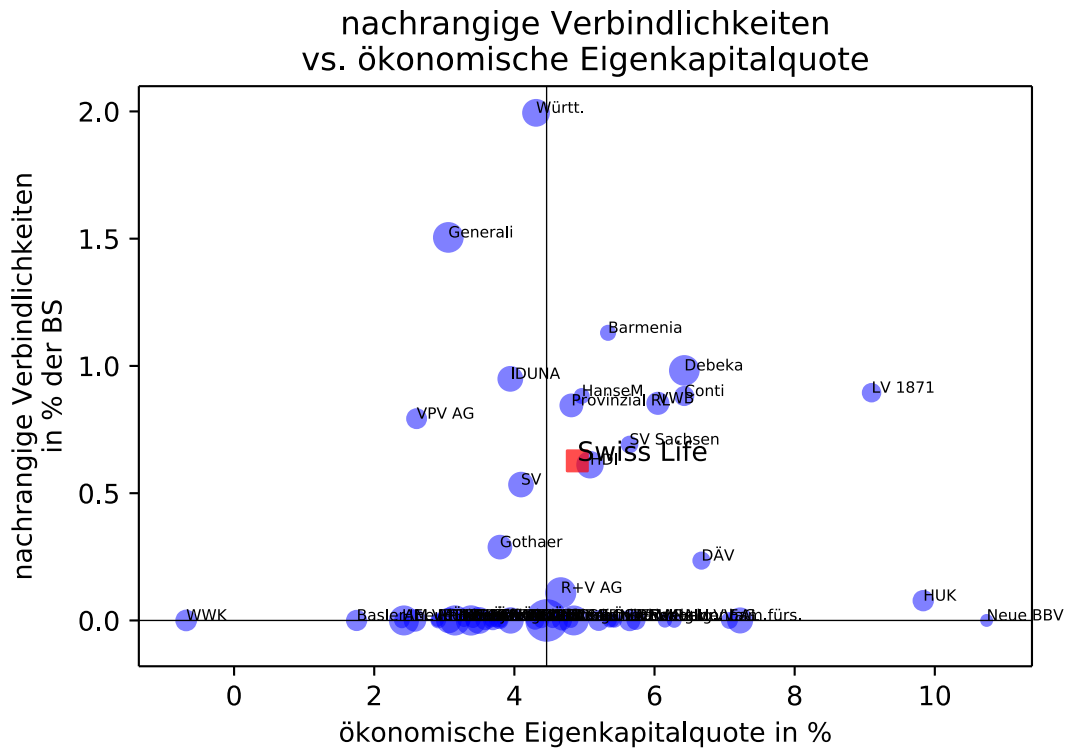
Die Größen "nachrangige Verbindlichkeiten", "HGB-Eigenkapital" und "aktive Bewertungsreserven" wirken stark positiv und sind grün dargestellt. Zudem wird deutlich, welche anderen Größen sie beeinflussen. Hingegen wirken die Größen "zukünftige pass. Zinsüberschüsse", "passive Bewertungsreserven" und "mittlerer Tarifrechnungszins" sehr negativ auf die ökonomische Eigenkapitalquote und sind rot eingefärbt. Insgesamt liegt die ökonomische Eigenkapitalquote 0,44%-Punkte über dem Median des Marktes.

Ursachenanalyse



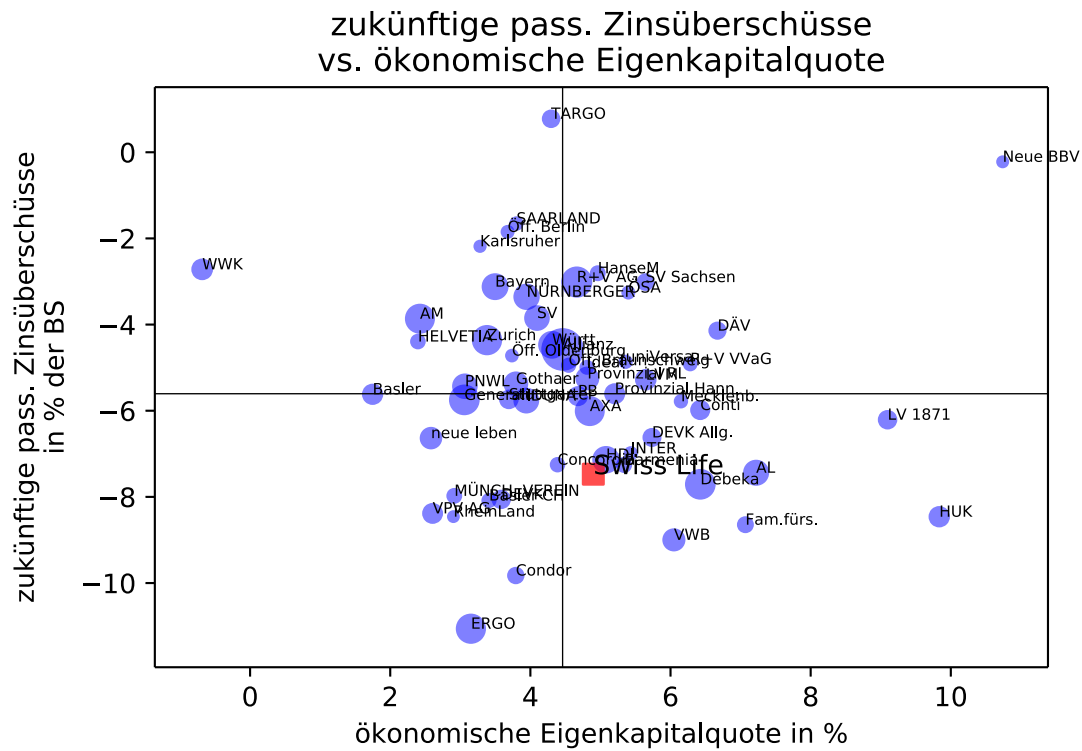
9 Marktvergleich

Die größte Stärke der Swiss Life ist die Quote der Größe "nachrangige Verbindlichkeiten". Von den 57 Unternehmen liegt die Gesellschaft damit auf Rang 13. Der Wert beträgt 0,63% der HGB-Bilanzsumme. Im Vergleich zum Median des Marktes in Höhe von 0,00% der HGB-Bilanzsumme erhöht dies die ökonomische Eigenkapitalquote um 0,63 Prozentpunkte.



Die Korrelation zwischen den dargestellten Größen beträgt im Markt 0,12.

Die größte Schwäche der Swiss Life ist die Quote der Größe "zukünftige pass. Zinsüberschüsse". Von den 57 Unternehmen liegt die Gesellschaft damit auf Rang 46. Der Wert beträgt -7,47% der HGB-Bilanzsumme. Im Vergleich zum Median des Marktes in Höhe von -5,61% der HGB-Bilanzsumme reduziert dies die ökonomische Eigenkapitalquote um 0,38 Prozentpunkte.



Die Korrelation zwischen den dargestellten Größen beträgt im Markt -0,04.

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 781 Mio. Euro.
- Die ökonomische Eigenkapitalquote beträgt 4,90%.
- Die Gesellschaft liegt damit auf Platz 22 von 57 deutschen Lebensversicherern.
- Größte Stärke: nachrangige Verbindlichkeiten
- Größte Schwäche: zukünftige pass. Zinsüberschüsse

Risikotragfähigkeit

- Die Sicherheitsmittelquote beträgt 18,49%.
- Die Gesellschaft liegt damit auf Platz 34 von 57 deutschen Lebensversicherern.
- Die nachhaltige Gesamtverzinsung beträgt 4,41%.

11 Anhang: Die Daten

Nachfolgend ist dargestellt, wie die Swiss Life in Bezug auf seine wesentlichen Größen im Gesamtmarkt der 57 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	2.177	36	111	777	7.357	37.422
Buchwert Kapitalanlagen	18	14.808	543	999	5.324	41.224	178.901
Direktgutschrift	5	117,30	-0,00	0,00	1,37	149,77	295,24
Fondsgebundene LV	25	623	0	1	459	6.782	14.733
freie RSt für Beitragsrückerstattu.	30	150	6	17	160	1.067	6.841
Genussrechte	7	0,00	0,00	0,00	0,00	7,51	150,00
Gewinnabführung	20	0,00	0,00	0,00	0,00	35,72	499,00
HGB-Bilanzsumme	18	15.949	786	1.042	6.725	45.593	188.142
HGB-Deckungsrückstellung	17	13.740	494	907	4.599	37.488	163.662
HGB-Eigenkapital ohne GR und NV	16	303	11	19	105	755	1.598
Jahresüberschuss nach Steuern und.	5	23,50	-0,00	-0,00	1,33	26,00	79,00
Jahresüberschuss vor Steuern und G.	11	50,06	-31,59	0,55	13,26	85,41	655,27
Kapitalanlage-Aufwendungen	15	93	1	2	37	334	1.255
Kapitalanlage-Erträge	17	844	32	45	309	2.018	9.490
mittlerer Tarifrechnungszins	18	3,31%	2,01%	2,56%	3,12%	3,63%	3,86%
nachrangige Verbindlichkeiten	9	100,00	0,00	0,00	0,00	249,52	688,07
Risiko- und Übriges Ergebnis	15	99,47	-39,19	2,38	30,22	369,68	617,34
Rohüberschuss	14	197	2	6	69	524	2.339
Schlussüberschussanteil-Fonds	15	319	8	19	112	1.049	3.686
Steuern	9	26,56	-37,59	0,09	6,07	46,89	77,27
Zahlungen Versicherungsfälle	19	1.155	49	83	457	3.579	12.127
Zinsaufwand	16	653	11	36	202	1.658	6.513
Zinszusatzreserve	15	668	3	25	187	1.530	5.963
Zuführung zur RfB	36	30	0	4	38	305	1.583
ZZR-Aufwand	15	220	1	9	67	538	2.131

Angaben in Mio. Euro bzw. in Prozent

¹ bei fallender Sortierung

² Quantil von 57 Versicherern

Output-Variablen

Größe	Rang ¹	Swiss Life	Min.	5% ²	50% ²	95% ²	Max.
Bestandsabbaurate	38	8,43%	5,12%	6,84%	8,92%	13,42%	16,22%
Garantie	16	13.840	352	898	4.717	38.797	164.764
Garantien und Optionen	12	14,81	0,00	0,03	4,59	80,86	257,18
HGB-DRSt ohne ZZR	17	13.072	492	874	4.376	36.352	157.699
HGB-DRSt ohne ZZR zzgl. FLV	18	13.695	656	890	5.757	38.185	162.248
HGB-Eigenkapital	13	403	11	19	132	976	1.598
Kapitalergebnis	16	751	27	43	239	1.824	8.235
latente Steuern	15	126	-49	5	56	491	2.264
Marktwert Kapitalanlagen	17	16.985	579	1.109	6.049	48.600	216.323
Marktwert-Bilanzsumme	18	18.126	851	1.153	7.120	51.056	225.565
nachhaltige Gesamtverzinsung	26	4,41%	3,09%	3,70%	4,37%	5,43%	7,36%
Nettoverzinsung	11	5,07%	3,43%	3,66%	4,43%	5,36%	6,63%
Passivduration	20	10,98	6,25	7,37	10,47	13,10	16,65
passivische Bewertungsreserven	43	-99	-4.469	-1.112	27	1.559	2.348
Puffer	17	2.167	60	131	1.101	8.365	40.053
Sicherheitsmittel	16	2.949	83	172	1.302	10.414	48.445
Sicherheitsmittelquote	34	18,49%	3,51%	10,47%	20,09%	29,84%	41,86%
sonstige Aktiva	17	517	26	32	239	1.712	4.692
sonstige Passiva	26	714	20	48	471	2.594	7.807
verfügbare RfB	22	468	19	41	290	1.856	10.526
Zinsergebnis	15	98	-149	-5	19	299	1.722
zukünftige Aktionärgewinne	15	505	-392	20	223	1.966	9.057
zukünftige pass. vt. Überschüsse	15	1.092	-290	25	298	3.790	7.510
zukünftige pass. Zinsüberschüsse	45	-1.192	-8.612	-2.805	-381	-22	36
zukünftige Überschussbeteiligung	16	1.573	34	84	669	5.913	27.263
zukünftige Überschüsse	16	2.078	-209	93	892	7.879	36.320
ökonomische Eigenkapitalquote	22	4,90%	-0,68%	2,42%	4,46%	7,60%	10,74%
ökonomisches Eigenkapital	17	781	-66	38	284	2.049	8.391

Angaben in Mio. Euro bzw. in Prozent

¹ bei fallender Sortierung

² Quantil von 57 Versicherern