

Real Rate

Finanzstärkeanalyse

Swiss Life

10/2017



Wesentliche Ergebnisse

- Der faire Unternehmenswert beträgt 910 Mio. Euro.
- Die ökonomische Eigenkapitalquote beträgt 5,59%.
- Die Gesellschaft liegt damit auf Platz 19 von 57 deutschen Lebensversicherern.
- Größte Stärke: aktivische Bewertungsreserven
- Größte Schwäche: passivische Bewertungsreserven

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 2016 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 417,75 Mio. Euro.

Aktiva	in Mio. Euro	Passiva	in Mio. Euro
Kapitalanlagen	14.949	HGB-Eigenkapital	418
Fondsgebundene LV	685	verfügbare RfB	471
Sonst. Aktiva	644	Deckungsrückstellung	13.961
		Fondsgebundene LV	685
		Sonst. Passiva	743
Aktiva	16.277	Passiva	16.277

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. 10,8 auf den nachhaltigen Zins in Höhe von 1,68%, umbewertet. Unter Ansatz der bereits gestellten Zinszusatzreserve in Höhe von 908,50 Mio. Euro führt dies zu passivischen Zins-Bewertungsreserven von -1.404 Mio. Euro. Hinzu kommen passivische Bewertungsreserven aus Biometrie und Kosten in Höhe von 1.195 Mio. Euro. Die passivischen Bewertungsreserven betragen damit insgesamt -209,59 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 2.851 Mio. Euro.

Die Summe aus aktivischen und passivischen Bewertungsreserven beträgt insgesamt 2.641 Mio. Euro. Davon entfallen unter Anwendung der Mindestzuführungsverordnung 492,00 Mio. auf die Aktionärssphäre in Form von zukünftigen Aktionärgewinnen nach Steuern. Dies führt vom HGB-Eigenkapital zum ökonomischen Eigenkapital in der Marktwertbilanz. Die restlichen 2.149 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 4,34 Mio. Euro.

Aktiva	in Mio. Euro	Passiva	in Mio. Euro
Kapitalanlagen	17.799	ök. Eigenkapital	910
Fondsgebundene LV	685	Puffer	2.620
Sonst. Aktiva	644	Garantie	14.171
		Fondsgebundene LV	685
		Sonst. Passiva	743
Aktiva	19.128	Passiva	19.128

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 5,59%. Sie liegt 0,71%-Punkte über dem Median von 4,88% und damit auf Rang 19 von 57 Lebensversicherern.

Komponente ök. EK	in Mio. Euro	in % der HGB-Bilanzsumme
HGB-Eigenkapital	417,75	2,57
zukünftige Aktionärgewinne	656,00	4,03
Steuern	-164,00	-1,01
ökonomisches Eigenkapital	909,75	5,59

Der faire Unternehmenswert der Swiss Life beträgt gemäß der RealRate-Analyse 909,75 Mio. Euro. Diesen Wert vergleichen wir mit der Angabe aus dem veröffentlichten Solvency and Financial Condition Report der Swiss Life: Die Basiseigenmittel - ohne Ansatz der Übergangsmaßnahme und der Volatilitätsanpassung - betragen dort 791,86 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 16,10%.

Puffer-Komponente	in Mio. Euro	in % der HGB-Bilanzsumme
verfügbare RfB	471	2,89
Überschussbeteiligung	1.985	12,20
Steuern	164	1,01
Puffer	2.620	16,10

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 21,68%.

Komponente Sicherheitsmittel	in Mio. Euro	in % der HGB-Bilanzsumme
HGB-Eigenkapital	418	2,57
verfügbare RfB	471	2,89
zukünftige Überschüsse	2.641	16,23
Sicherheitsmittel	3.530	21,68

Die nachhaltige Gesamtverzinsung, die im Mittel aus der künftigen Überschussbeteiligung finanzierbar ist, beträgt 4,71%. 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 "aktive Bewertungsreserven". Von den 57 Unternehmen liegt die Gesellschaft damit auf Rang 8. Der Wert beträgt 17,51% der HGB-Bilanzsumme. Im Vergleich zum Median des Marktes in Höhe von 12,95% der HGB-Bilanzsumme erhöht dies die ökonomische Eigenkapitalquote um 0,89 Prozentpunkte. Die weiteren Stärken sind die Größen "nachrangige Verbindlichkeiten" und "HGB-Eigenkapital". Die größten Schwächen sind die Größen "passive Bewertungsreserven", "zukünftige pass. Zinsüberschüsse" und "mittlerer Tarifrechnungszins".

Größe ⁰	Rang ¹	Swiss Life	Markt ²	Effekt ³ ökonomische Eigenkapitalquote
Quote aktive Bewertungsreserve.	8	17,51%	12,95%	0,89%
Quote nachrangige Verbindlichkeiten.	16	0,61%	0,00%	0,61%
Quote HGB-Eigenkapital	21	2,57%	2,14%	0,43%
Quote Zinszusatzreserve	9	5,58%	4,40%	0,29%
Quote HGB-Eigenkapital ohne GR und.	21	1,95%	1,70%	0,25%
Quote zukünftige Überschüsse	26	16,23%	15,26%	0,19%
Quote zukünftige Aktionärgewinne	25	4,03%	3,80%	0,18%
Quote zukünftige pass. vt. Übersch.	28	7,34%	7,23%	0,02%
Quote Buchwert Kapitalanlagen	33	91,84%	93,01%	0,00%
Quote Schlussüberschussanteil-Fond.	21	1,90%	1,70%	0,00%
...
Quote Marktwert Kapitalanlagen	16	109,35%	105,14%	-0,01%
Passivduration	22	10,84	10,40	-0,06%
Quote latente Steuern	25	1,01%	0,95%	-0,06%
Bestandsabbaurate	36	8,93%	9,36%	-0,06%
Quote Risiko- und Übriges Ergebnis	34	0,68%	0,76%	-0,17%
Quote HGB-DRSt ohne ZZR	20	80,19%	76,52%	-0,18%
Quote HGB-Deckungsrückstellung	15	85,77%	81,27%	-0,22%
mittlerer Tarifrechnungszins	16	3,31%	3,12%	-0,31%
Quote zukünftige pass. Zinsübersch.	48	-8,63%	-5,96%	-0,51%
Quote passive Bewertungsreserv.	42	-1,29%	1,46%	-0,53%

⁰ Quote bezogen auf HGB-Bilanzsumme

¹ von 57 Versicherern bei fallender Sortierung

² Median

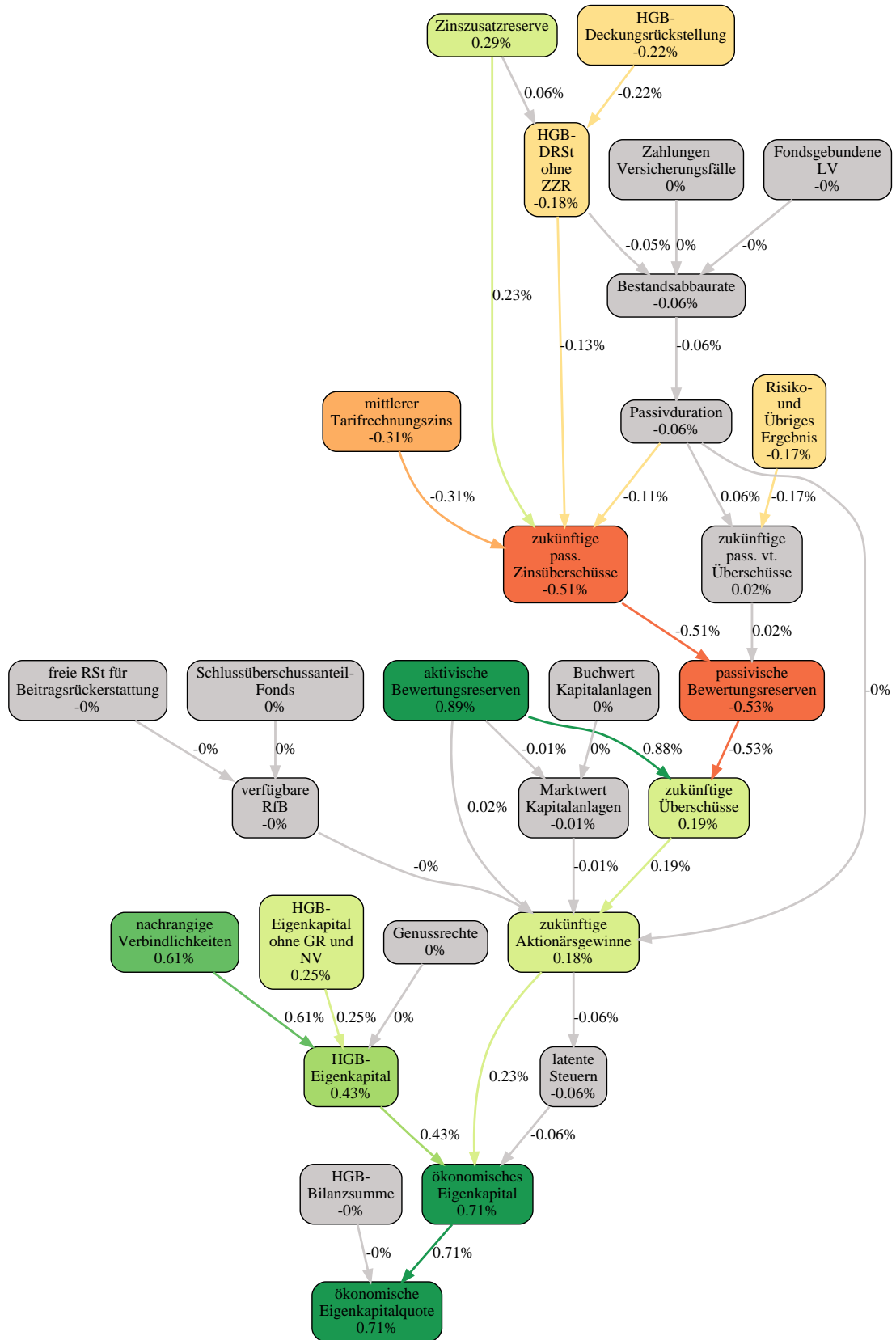
³ Änderung in Prozentpunkten

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.

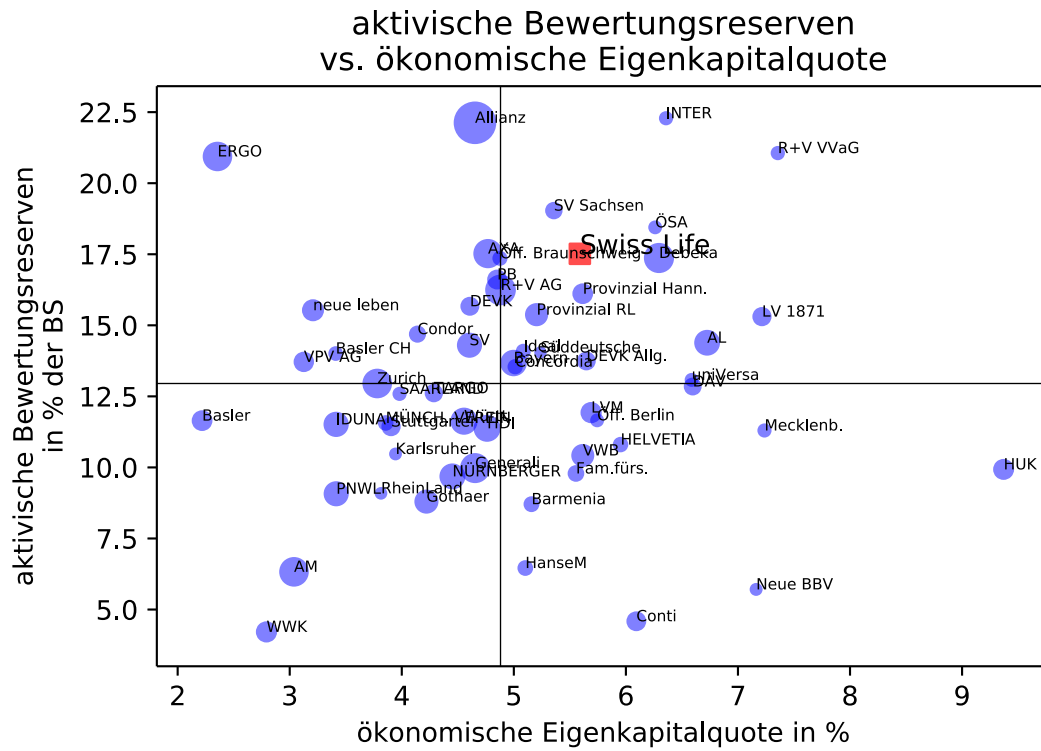
Die Größen "aktive Bewertungsreserven", "nachrangige Verbindlichkeiten" und "HGB-Eigenkapital" wirken stark positiv und sind grün dargestellt. Zudem wird deutlich, welche anderen Größen sie beeinflussen. Hingegen wirken die Größen "passive Bewertungsreserven", "zukünftige pass. Zinsüberschüsse" und "mittlerer Tarifrechnungszins" sehr negativ auf die ökonomische Eigenkapitalquote und sind rot eingefärbt. Insgesamt liegt die ökonomische Eigenkapitalquote 0,71%-Punkte über dem Median des Marktes.

Ursachenanalyse



9 Marktvergleich

Die größte Stärke der Swiss Life ist die Quote der Größe "aktive Bewertungsreserven". Von den 57 Unternehmen liegt die Gesellschaft damit auf Rang 8. Der Wert beträgt 17,51% der HGB-Bilanzsumme. Im Vergleich zum Median des Marktes in Höhe von 12,95% der HGB-Bilanzsumme erhöht dies die ökonomische Eigenkapitalquote um 0,89 Prozentpunkte.



Die Korrelation zwischen den dargestellten Größen beträgt im Markt 0,11.

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 910 Mio. Euro.
- Die ökonomische Eigenkapitalquote beträgt 5,59%.
- Die Gesellschaft liegt damit auf Platz 19 von 57 deutschen Lebensversicherern.
- Größte Stärke: aktivische Bewertungsreserven
- Größte Schwäche: passivische Bewertungsreserven

Risikotragfähigkeit

- Die Sicherheitsmittelquote beträgt 21,68%.
- Die Gesellschaft liegt damit auf Platz 30 von 57 deutschen Lebensversicherern.
- Die nachhaltige Gesamtverzinsung beträgt 4,71%.

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	13	2.851	52	99	905	8.189	46.357
Buchwert Kapitalanlagen	18	14.949	624	780	5.403	42.392	198.411
Direktgutschrift	5	122,45	0,00	0,00	1,96	147,89	312,79
Fondsgebundene LV	25	685	0	1	500	7.014	15.398
freie RSt für Beitragsrückerstattu.	30	161	6	18	166	1.071	7.230
Genussrechte	7	0,00	0,00	0,00	0,00	5,05	150,00
Gewinnabführung	20	0,00	0,00	0,00	0,00	71,80	410,00
HGB-Bilanzsumme	18	16.277	720	901	7.115	46.401	209.525
HGB-Deckungsrückstellung	16	13.961	572	696	4.707	38.145	172.624
HGB-Eigenkapital ohne GR und NV	16	318	11	19	129	755	1.598
Jahresüberschuss nach Steuern und.	7	15,00	-4,20	-0,06	1,20	24,88	44,00
Jahresüberschuss vor Steuern und G.	49	0,46	-4,97	-1,56	9,11	73,66	504,75
Kapitalanlage-Aufwendungen	13	86	0	1	21	158	1.290
Kapitalanlage-Erträge	16	834	29	37	293	1.867	9.711
mittlerer Tarifrechnungszins	16	3,31%	1,86%	2,51%	3,12%	3,65%	3,78%
nachrangige Verbindlichkeiten	10	100,00	0,00	0,00	0,00	329,52	888,17
Risiko- und Übriges Ergebnis	18	110,19	-44,04	3,11	35,22	409,71	755,08
Rohüberschuss	13	186	-1	2	55	448	2.785
Schlussüberschussanteil-Fonds	16	309	0	14	100	853	3.677
Steuern	55	-14,54	-31,77	-11,47	3,17	31,83	94,75
Zahlungen Versicherungsfälle	19	1.227	56	91	503	3.602	13.507
Zinsaufwand	17	672	13	34	212	1.660	6.391
Zinszusatzreserve	16	908	5	41	272	2.057	7.941
Zuführung zur RfB	19	63	0	2	34	222	2.178
ZZR-Aufwand	16	240	2	11	76	524	1.978

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	36	8,93%	5,25%	7,02%	9,36%	14,26%	27,30%
Garantie	16	14.171	557	720	4.609	41.173	175.449
Garantien und Optionen	24	4,34	0,00	0,03	3,05	67,35	139,45
HGB-DRSt ohne ZZR	17	13.053	551	652	4.434	36.485	164.683
HGB-DRSt ohne ZZR zzgl. FLV	18	13.738	551	777	5.990	38.483	169.516
HGB-Eigenkapital	14	418	11	24	139	953	1.598
Kapitalergebnis	16	748	29	34	257	1.729	8.420
latente Steuern	14	164	-2	4	56	481	2.717
Marktwert Kapitalanlagen	17	17.799	676	857	6.337	50.180	244.768
Marktwert-Bilanzsumme	17	19.128	821	965	7.442	52.569	255.882
nachhaltige Gesamtverzinsung	20	4,71%	2,96%	3,72%	4,51%	5,44%	8,04%
Nettoverzinsung	5	5,00%	3,12%	3,33%	4,28%	5,08%	5,33%
Passivduration	22	10,84	4,07	7,16	10,40	13,41	17,26
passivische Bewertungsreserven	48	-210	-6.977	-896	32	1.574	2.389
Puffer	16	2.620	58	141	1.160	8.181	46.287
Sicherheitsmittel	16	3.530	89	176	1.373	10.345	56.037
Sicherheitsmittelquote	30	21,68%	6,91%	11,47%	22,08%	29,27%	33,52%
sonstige Aktiva	14	644	25	27	218	1.516	6.282
sonstige Passiva	26	743	34	54	449	2.588	19.564
verfügbare RfB	20	471	15	39	295	1.800	10.906
Zinsergebnis	7	76	-409	-42	15	175	2.030
zukünftige Aktionärgewinne	14	656	-16	15	224	1.924	10.868
zukünftige pass. vt. Überschüsse	17	1.195	-473	32	360	4.514	9.059
zukünftige pass. Zinsüberschüsse	44	-1.404	-11.884	-3.654	-462	-28	22
zukünftige Überschussbeteiligung	15	1.985	34	97	715	5.789	32.664
zukünftige Überschüsse	15	2.641	35	128	954	7.713	43.532
ökonomische Eigenkapitalquote	19	5,59%	2,22%	2,99%	4,88%	7,22%	9,37%
ökonomisches Eigenkapital	15	910	31	53	289	2.218	9.750

Angaben in Mio. Euro bzw. in Prozent

¹ bei fallender Sortierung

² Quantil von 57 Versicherern