

Real Rate

Finanzstärkeanalyse

Süddeutsche Leben

10/2018



Wesentliche Ergebnisse

- Der faire Unternehmenswert beträgt 49 Mio. Euro.
- Die ökonomische Eigenkapitalquote beträgt 6,67%.
- Die Gesellschaft liegt damit auf Platz 12 von 58 deutschen Lebensversicherern.
- Größte Stärke: zukünftige Überschüsse
- Größte Schwäche: latente Steuern

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 Süddeutsche Leben untersucht. Hierzu wird die handelsrechtliche Bilanz der Süddeutsche Leben des Jahres 2017 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 13,44 Mio. Euro.

Aktiva	in Mio. Euro	Passiva	in Mio. Euro
Kapitalanlagen	712,64	HGB-Eigenkapital	13,44
Fondsgebundene LV	0,00	verfügbare RfB	14,17
Sonst. Aktiva	14,80	Deckungsrückstellung	616,29
		Fondsgebundene LV	0,00
		Sonst. Passiva	83,54
Aktiva	727,44	Passiva	727,44

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. 3,09%. Dieser wird mittels der Passivduration von ca. 11,7 auf den nachhaltigen Zins in Höhe von 1,90%, umbewertet. Unter Ansatz der bereits gestellten Zinszusatzreserve in Höhe von 59,83 Mio. Euro führt dies zu passivischen Zins-Bewertungsreserven von -17,78 Mio. Euro. Hinzu kommen passivische Bewertungsreserven aus Biometrie und Kosten in Höhe von 121,38 Mio. Euro. Die passivischen Bewertungsreserven betragen damit insgesamt 103,60 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 84,09 Mio. Euro.

Die Summe aus aktivischen und passivischen Bewertungsreserven beträgt insgesamt 187,69 Mio. Euro. Davon entfallen unter Anwendung der Mindestzuführungsverordnung 35,07 Mio. auf die Aktionärssphäre in Form von zukünftigen Aktionärgewinnen nach Steuern. Dies führt vom HGB-Eigenkapital zum ökonomischen Eigenkapital in der Marktwertbilanz. Die restlichen 152,62 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 0,16 Mio. Euro.

Aktiva	in Mio. Euro	Passiva	in Mio. Euro
Kapitalanlagen	796,73	ök. Eigenkapital	48,51
Fondsgebundene LV	0,00	Puffer	166,79
Sonst. Aktiva	14,80	Garantie	512,69
		Fondsgebundene LV	0,00
		Sonst. Passiva	83,54
Aktiva	811,53	Passiva	811,53

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 6,67%. Sie liegt 1,57%-Punkte über dem Median von 5,10% und damit auf Rang 12 von 58 Lebensversicherern.

Komponente ök. EK	in Mio. Euro	in % der HGB-Bilanzsumme
HGB-Eigenkapital	13,44	1,85
zukünftige Aktionärgewinne	46,76	6,43
Steuern	-11,69	-1,61
ökonomisches Eigenkapital	48,51	6,67

Der faire Unternehmenswert der Süddeutsche Leben beträgt gemäß der RealRate-Analyse 48,51 Mio. Euro. Diesen Wert vergleichen wir mit der Angabe aus dem veröffentlichten Solvency and Financial Condition Report der Süddeutsche Leben: Die Basiseigenmittel - ohne Ansatz der Übergangsmaßnahme und der Volatilitätsanpassung - betragen dort 6,82 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 Süddeutsche Leben beträgt 22,93%.

Puffer-Komponente	in Mio. Euro	in % der HGB-Bilanzsumme
verfügbare RfB	14,17	1,95
Überschussbeteiligung	140,93	19,37
Steuern	11,69	1,61
Puffer	166,79	22,93

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 Süddeutsche Leben beträgt 29,60%.

Komponente Sicherheitsmittel	in Mio. Euro	in % der HGB-Bilanzsumme
HGB-Eigenkapital	13,44	1,85
verfügbare RfB	14,17	1,95
zukünftige Überschüsse	187,69	25,80
Sicherheitsmittel	215,30	29,60

Die nachhaltige Gesamtverzinsung, die im Mittel aus der künftigen Überschussbeteiligung finanzierbar ist, beträgt 5,25%. Davon beträgt der mittlere garantierte Rechnungszins 3,09%.

7 Die Stärken und Schwächen

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

Die größte Stärke der Süddeutsche Leben ist die Quote der Größe "zukünftige Überschüsse". Von den 58 Unternehmen liegt die Gesellschaft damit auf Rang 5. Der Wert beträgt 25,80% der HGB-Bilanzsumme. Im Vergleich zum Median des Marktes in Höhe von 15,92% der HGB-Bilanzsumme erhöht dies die ökonomische Eigenkapitalquote um 1,88 Prozentpunkte. Die weiteren Stärken sind die Größen "zukünftige Aktionärgewinne" und "passivische Bewertungsreserven". Die größten Schwächen sind die Größen "latente Steuern", "HGB-Eigenkapital" und "HGB-Eigenkapital ohne GR und NV".

Größe ⁰	Rang ¹	Süddeutsche	Markt ²	Effekt ³ ökonomische Eigenkapitalquote
Quote zukünftige Überschüsse	5	25,80%	15,92%	1,88%
Quote zukünftige Aktionärgewinne	5	6,43%	3,94%	1,87%
Quote passivische Bewertungsreserv.	4	14,24%	4,62%	1,83%
Quote zukünftige pass. vt. Übersch.	5	16,69%	8,02%	1,65%
Quote Risiko- und Übriges Ergebnis	4	1,42%	0,69%	1,64%
Quote Zinszusatzreserve	4	8,22%	5,73%	0,51%
Quote Genussrechte	3	0,29%	0,00%	0,29%
Quote aktivische Bewertungsreserve.	21	11,56%	10,56%	0,19%
Quote zukünftige pass. Zinsübersch.	21	-2,44%	-3,10%	0,12%
Quote Zahlungen Versicherungsfälle	39	6,06%	6,60%	0,08%
...
Quote verfügbare RfB	52	1,95%	3,75%	-0,01%
Quote Buchwert Kapitalanlagen	2	97,97%	92,31%	-0,01%
Quote Marktwert Kapitalanlagen	10	109,52%	102,44%	-0,01%
Quote HGB-DRSt ohne ZZR	27	76,50%	74,79%	-0,02%
Quote HGB-Deckungsrückstellung	25	84,72%	82,01%	-0,04%
Quote Fondsgebundene LV	56	0,00%	4,58%	-0,05%
mittlerer Tarifrrechnungs-zins	23	3,09%	3,03%	-0,11%
Quote HGB-Eigenkapital ohne GR und.	37	1,56%	1,74%	-0,18%
Quote HGB-Eigenkapital	39	1,85%	2,32%	-0,48%
Quote latente Steuern	5	1,61%	0,98%	-0,62%

⁰ Quote bezogen auf HGB-Bilanzsumme

¹ von 58 Versicherern bei fallender Sortierung

² Median

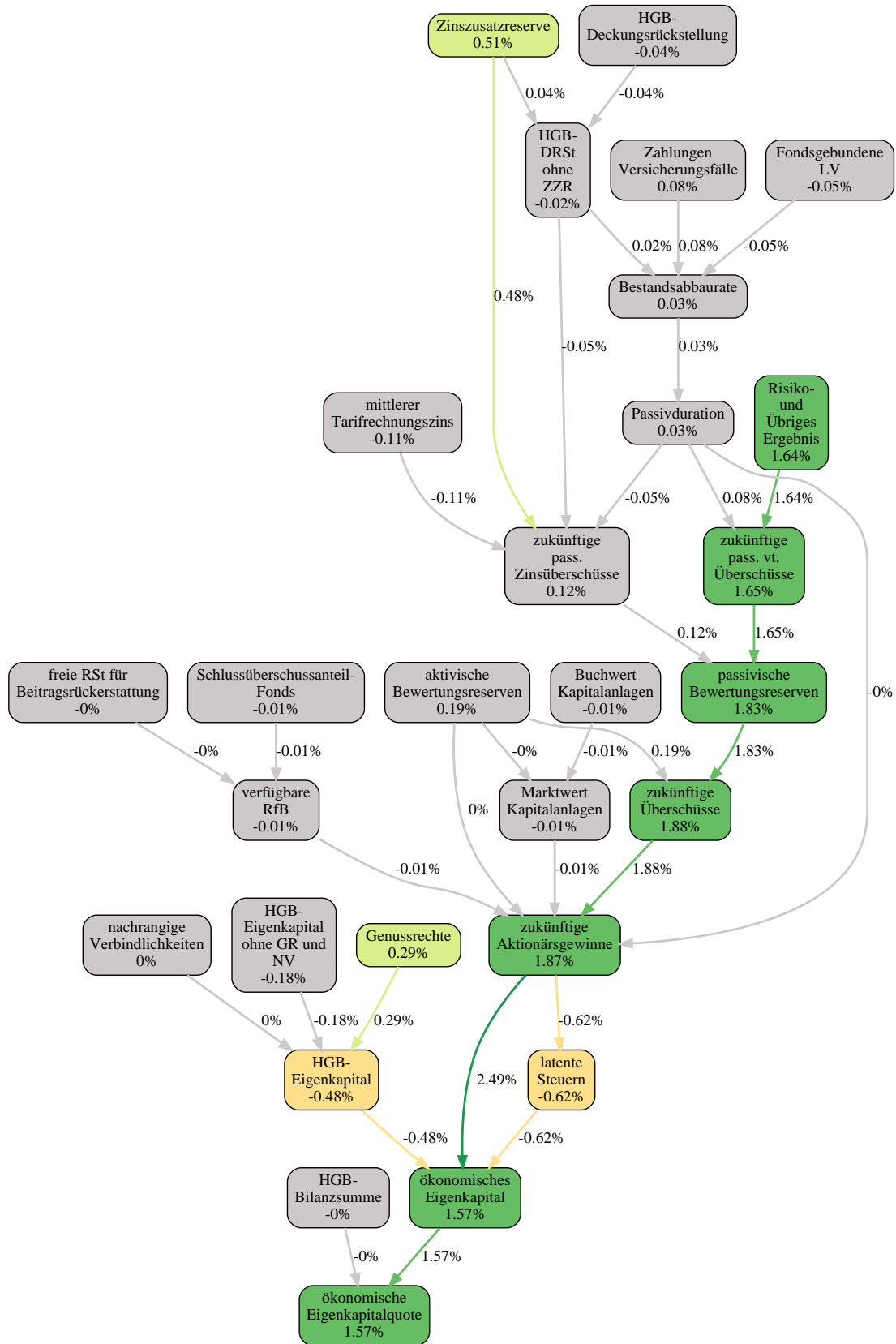
³ Änderung in Prozentpunkten

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.

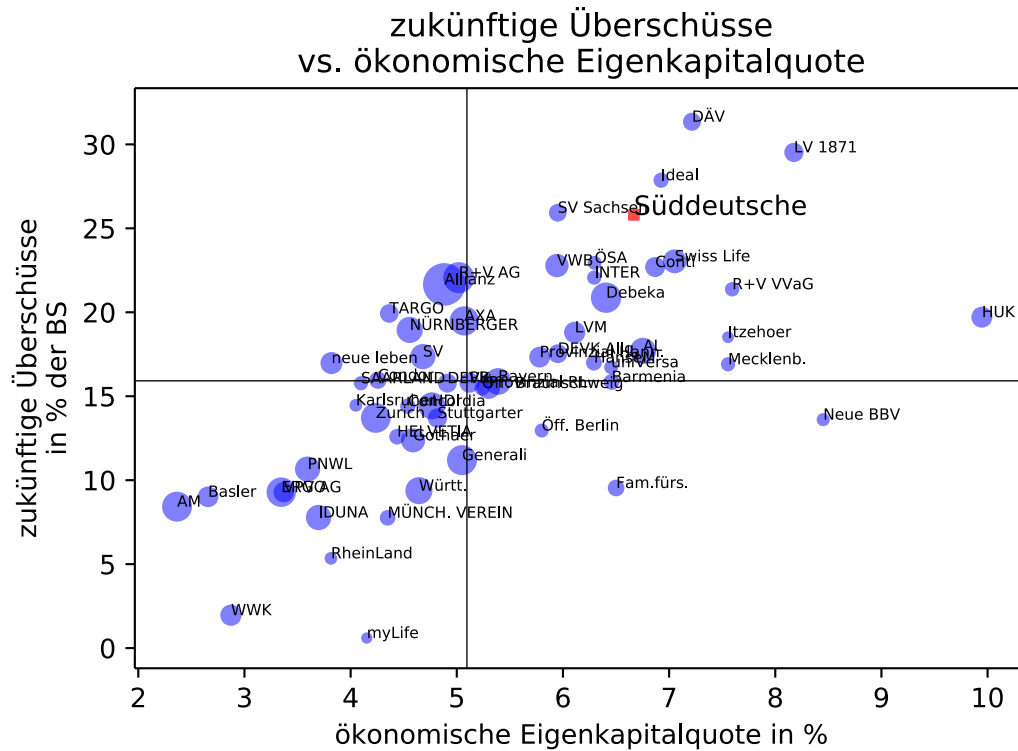
Die Größen "zukünftige Überschüsse", "zukünftige Aktionärgewinne" und "passivische Bewertungsreserven" wirken stark positiv und sind grün dargestellt. Zudem wird deutlich, welche anderen Größen sie beeinflussen. Hingegen wirken die Größen "latente Steuern", "HGB-Eigenkapital" und "HGB-Eigenkapital ohne GR und NV" sehr negativ auf die ökonomische Eigenkapitalquote und sind rot eingefärbt. Insgesamt liegt die ökonomische Eigenkapitalquote 1,57%-Punkte über dem Median des Marktes.

Ursachenanalyse



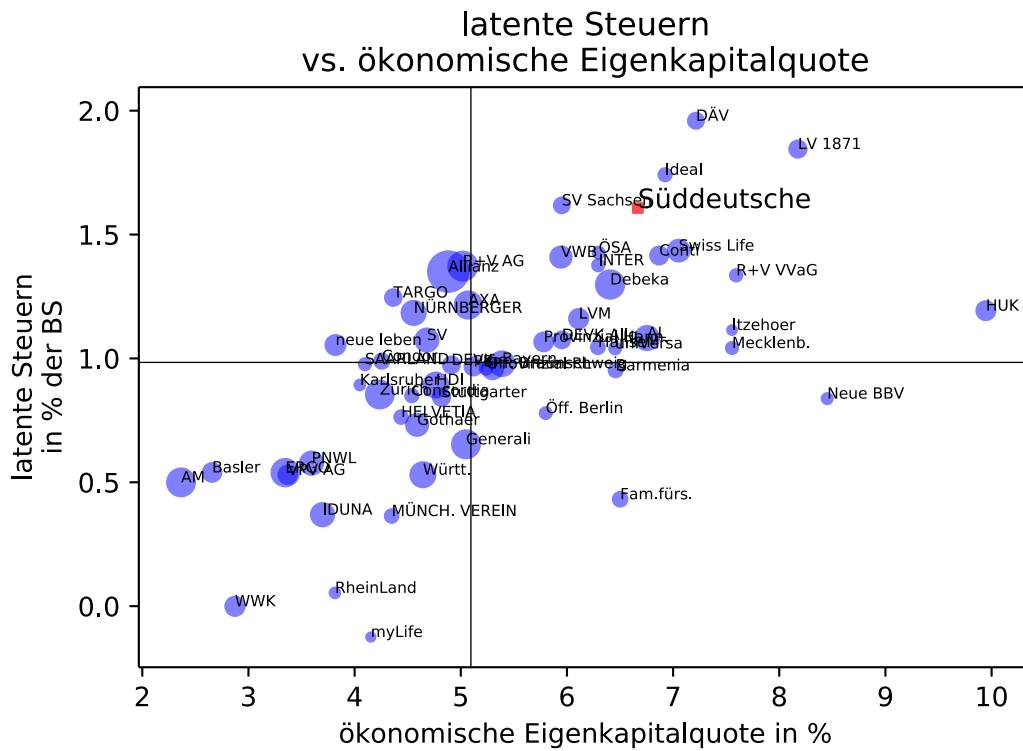
9 Marktvergleich

Die größte Stärke der Süddeutsche Leben ist die Quote der Größe "zukünftige Überschüsse". Von den 58 Unternehmen liegt die Gesellschaft damit auf Rang 5. Der Wert beträgt 25,80% der HGB-Bilanzsumme. Im Vergleich zum Median des Marktes in Höhe von 15,92% der HGB-Bilanzsumme erhöht dies die ökonomische Eigenkapitalquote um 1,88 Prozentpunkte.



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

Die größte Schwäche der Süddeutsche Leben ist die Quote der Größe "latente Steuern". Von den 58 Unternehmen liegt die Gesellschaft damit auf Rang 5. Der Wert beträgt 1,61% der HGB-Bilanzsumme. Im Vergleich zum Median des Marktes in Höhe von 0,98% der HGB-Bilanzsumme reduziert dies die ökonomische Eigenkapitalquote um 0,62 Prozentpunkte.



Die Korrelation zwischen den dargestellten Größen beträgt im Markt 0,62.

10 Zusammenfassung

Die wesentlichen Ergebnisse bezüglich der Finanzstärke und Risikotragfähigkeit der Süddeutsche 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 49 Mio. Euro.
- Die ökonomische Eigenkapitalquote beträgt 6,67%.
- Die Gesellschaft liegt damit auf Platz 12 von 58 deutschen Lebensversicherern.
- Größte Stärke: zukünftige Überschüsse
- Größte Schwäche: latente Steuern

Risikotragfähigkeit

- Die Sicherheitsmittelquote beträgt 29,60%.
- Die Gesellschaft liegt damit auf Platz 7 von 58 deutschen Lebensversicherern.
- Die nachhaltige Gesamtverzinsung beträgt 5,25%.

11 Anhang: Die Daten

Nachfolgend ist dargestellt, wie die Süddeutsche 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	Süddeutsche	Min.	5% ²	50% ²	95% ²	Max.
aktivische Bewertungsreserven	54	84	2	79	728	6.702	43.177
Buchwert Kapitalanlagen	55	713	159	705	5.542	42.612	201.429
Direktgutschrift	35	0,60	0,00	0,00	1,38	141,97	292,78
Fondsgebundene LV	56	0	0	1	555	7.510	17.047
freie RSt für Beitragsrückerstattu.	54	14	2	7	158	984	7.494
Genussrechte	5	2,10	0,00	0,00	0,00	4,56	150,00
Gewinnabführung	23	0,00	0,00	0,00	0,00	126,32	381,00
HGB-Bilanzsumme	56	727	453	812	7.052	46.981	212.307
HGB-Deckungsrückstellung	55	616	141	614	4.790	38.361	186.414
HGB-Eigenkapital ohne GR und NV	58	11	11	20	126	753	1.764
Jahresüberschuss nach Steuern und.	47	0,00	-0,00	-0,00	1,92	35,46	166,00
Jahresüberschuss vor Steuern und G.	53	-0,19	-15,07	-1,31	8,57	182,70	595,87
Kapitalanlage-Aufwendungen	58	0	0	1	21	145	1.710
Kapitalanlage-Erträge	57	23	9	29	296	2.033	10.943
mittlerer Tarifrchnungszins	23	3,09%	1,69%	2,30%	3,03%	3,44%	3,60%
nachrangige Verbindlichkeiten	24	0,00	0,00	0,00	0,00	322,14	888,17
Risiko- und Übriges Ergebnis	46	10,34	-6,39	3,73	38,50	379,14	517,07
Rohüberschuss	57	0	-2	3	60	506	2.649
Schlussüberschussanteil-Fonds	58	1	1	9	101	795	3.358
Steuern	46	-0,19	-63,26	-18,20	1,14	47,12	60,42
Zahlungen Versicherungsfälle	56	44	19	56	447	3.404	11.830
Zinsaufwand	55	32	4	31	226	1.797	7.101
Zinszusatzreserve	53	60	5	45	358	2.749	10.615
Zuführung zur RfB	57	0	0	1	41	224	1.952
ZZR-Aufwand	53	15	1	12	104	719	2.675

Angaben in Mio. Euro bzw. in Prozent

¹ bei fallender Sortierung

² Quantil von 58 Versicherern

Output-Variablen

Größe	Rang ¹	Süddeutsche	Min.	5% ²	50% ²	95% ²	Max.
Bestandsabbaurate	32	7,92%	4,77%	5,54%	8,15%	10,59%	12,64%
Garantie	56	513	141	519	4.529	39.701	183.605
Garantien und Optionen	53	0,16	0,00	0,03	4,59	72,06	102,83
HGB-DRSt ohne ZZR	56	556	136	584	4.450	35.668	175.798
HGB-DRSt ohne ZZR zzgl. FLV	56	556	398	653	5.663	40.144	181.104
HGB-Eigenkapital	57	13	12	22	152	955	1.764
Kapitalergebnis	56	22	7	27	270	1.974	9.233
latente Steuern	50	12	-1	5	68	526	2.867
Marktwert Kapitalanlagen	55	797	161	785	6.302	47.723	244.606
Marktwert-Bilanzsumme	56	812	455	864	7.593	51.483	255.484
nachhaltige Gesamtverzinsung	6	5,25%	2,56%	3,65%	4,27%	5,29%	6,85%
Nettoverzinsung	58	3,15%	3,15%	3,56%	4,33%	5,41%	5,84%
Passivduration	27	11,74	7,83	9,13	11,45	15,89	17,98
passivische Bewertungsreserven	37	104	-2.698	-171	224	2.599	4.569
Puffer	53	167	11	118	1.167	8.572	48.238
Sicherheitsmittel	53	215	29	168	1.442	10.837	58.603
Sicherheitsmittelquote	7	29,60%	6,47%	11,77%	22,59%	31,97%	37,16%
sonstige Aktiva	58	15	15	24	204	1.661	5.572
sonstige Passiva	46	84	23	42	452	2.540	7.970
verfügbare RfB	55	14	4	14	284	1.665	10.853
Zinsergebnis	49	-10	-413	-83	15	276	2.132
zukünftige Aktionärgewinne	50	47	-5	22	274	2.102	11.468
zukünftige pass. vt. Überschüsse	47	121	-55	40	448	4.104	7.155
zukünftige pass. Zinsüberschüsse	10	-18	-4.346	-1.719	-188	0	294
zukünftige Überschussbeteiligung	52	141	7	91	823	6.328	34.519
zukünftige Überschüsse	51	188	3	121	1.097	8.430	45.986
ökonomische Eigenkapitalquote	12	6,67%	2,37%	3,28%	5,10%	7,68%	9,95%
ökonomisches Eigenkapital	54	49	19	42	324	2.408	10.365

Angaben in Mio. Euro bzw. in Prozent

¹ bei fallender Sortierung

² Quantil von 58 Versicherern