

Real Rate

Finanzstärkeanalyse

Swiss Life

10/2018

Real Rate	Swiss Life
	Sehr Gut
	8. Platz von 58 Lebensversicherern
	10/2018

Wesentliche Ergebnisse

- Der faire Unternehmenswert beträgt 1.184 Mio. Euro.
- Die ökonomische Eigenkapitalquote beträgt 7,05%.
- Die Gesellschaft liegt damit auf Platz 8 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 Swiss Life untersucht. Hierzu wird die handelsrechtliche Bilanz der Swiss Life 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 461,15 Mio. Euro.

Aktiva	in Mio. Euro	Passiva	in Mio. Euro
Kapitalanlagen	15.517	HGB-Eigenkapital	461
Fondsgebundene LV	766	verfügbare RfB	432
Sonst. Aktiva	499	Deckungsrückstellung	14.402
		Fondsgebundene LV	766
		Sonst. Passiva	721
Aktiva	16.782	Passiva	16.782

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. 2,47%. Dieser wird mittels der Passivduration von ca. 12,2 auf den nachhaltigen Zins in Höhe von 1,90%, umbewertet. Unter Ansatz der bereits gestellten Zinszusatzreserve in Höhe von 1.210 Mio. Euro führt dies zu passivischen Zins-Bewertungsreserven von 293,88 Mio. Euro. Hinzu kommen passivische Bewertungsreserven aus Biometrie und Kosten in Höhe von 1.371 Mio. Euro. Die passivischen Bewertungsreserven betragen damit insgesamt 1.665 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 2.201 Mio. Euro.

Die Summe aus aktivischen und passivischen Bewertungsreserven beträgt insgesamt 3.866 Mio. Euro. Davon entfallen unter Anwendung der Mindestzuführungsverordnung 722,53 Mio. auf die Aktionärssphäre in Form von zukünftigen Aktionärgewinnen nach Steuern. Dies führt vom HGB-Eigenkapital zum ökonomischen Eigenkapital in der Marktwertbilanz. Die restlichen 3.143 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 3,11 Mio. Euro.

Aktiva	in Mio. Euro	Passiva	in Mio. Euro
Kapitalanlagen	17.718	ök. Eigenkapital	1.184
Fondsgebundene LV	766	Puffer	3.576
Sonst. Aktiva	499	Garantie	12.736
		Fondsgebundene LV	766
		Sonst. Passiva	721
Aktiva	18.983	Passiva	18.983

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 7,05%. Sie liegt 1,96%-Punkte über dem Median von 5,10% und damit auf Rang 8 von 58 Lebensversicherern.

Komponente ök. EK	in Mio. Euro	in % der HGB-Bilanzsumme
HGB-Eigenkapital	461	2,75
zukünftige Aktionärgewinne	963	5,74
Steuern	-241	-1,44
ökonomisches Eigenkapital	1.184	7,05

Der faire Unternehmenswert der Swiss Life beträgt gemäß der RealRate-Analyse 1.184 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 954,74 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 21,31%.

Puffer-Komponente	in Mio. Euro	in % der HGB-Bilanzsumme
verfügbare RfB	432	2,58
Überschussbeteiligung	2.903	17,30
Steuern	241	1,44
Puffer	3.576	21,31

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 28,36%.

Komponente Sicherheitsmittel	in Mio. Euro	in % der HGB-Bilanzsumme
HGB-Eigenkapital	461	2,75
verfügbare RfB	432	2,58
zukünftige Überschüsse	3.866	23,04
Sicherheitsmittel	4.759	28,36

Die nachhaltige Gesamtverzinsung, die im Mittel aus der künftigen Überschussbeteiligung finanzierbar ist, beträgt 4,28%. Davon beträgt der mittlere garantierte Rechnungszins 2,47%.

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 "zukünftige Überschüsse". Von den 58 Unternehmen liegt die Gesellschaft damit auf Rang 6. Der Wert beträgt 23,04% der HGB-Bilanzsumme. Im Vergleich zum Median des Marktes in Höhe von 15,92% der HGB-Bilanzsumme erhöht dies die ökonomische Eigenkapitalquote um 1,35 Prozentpunkte. Die weiteren Stärken sind die Größen "zukünftige Aktionärgewinne" und "passivische Bewertungsreserven". Die größten Schwächen sind die Größen "latente Steuern", "Risiko- und Übriges Ergebnis" und "HGB-DRSt ohne ZZR".

Größe ⁰	Rang ¹	Swiss Life	Markt ²	Effekt ³ ökonomische Eigenkapitalquote
Quote zukünftige Überschüsse	6	23,04%	15,92%	1,35%
Quote zukünftige Aktionärgewinne	6	5,74%	3,94%	1,35%
Quote passivische Bewertungsreserv.	11	9,92%	4,62%	1,01%
mittlerer Tarifrachungszins	50	2,47%	3,03%	1,01%
Quote zukünftige pass. Zinsübersch.	2	1,75%	-3,10%	0,92%
Quote nachrangige Verbindlichkeite.	16	0,60%	0,00%	0,60%
Quote aktivische Bewertungsreserve.	17	13,11%	10,56%	0,49%
Quote HGB-Eigenkapital	18	2,75%	2,32%	0,43%
Quote HGB-Eigenkapital ohne GR und.	20	2,15%	1,74%	0,41%
Quote Zinszusatzreserve	8	7,21%	5,73%	0,30%
...
Quote Fondsgebundene LV	31	4,56%	4,58%	-0,00%
Quote Buchwert Kapitalanlagen	29	92,46%	92,31%	-0,00%
Quote Schlussüberschussanteil-Fond.	32	1,46%	1,55%	-0,00%
Quote freie RSt für Beitragsrücker.	46	1,12%	2,12%	-0,00%
Quote Marktwert Kapitalanlagen	19	105,57%	102,44%	-0,00%
Quote verfügbare RfB	46	2,58%	3,75%	-0,00%
Quote HGB-Deckungsrückstellung	17	85,81%	82,01%	-0,03%
Quote HGB-DRSt ohne ZZR	24	78,61%	74,79%	-0,03%
Quote Risiko- und Übriges Ergebnis	32	0,67%	0,69%	-0,04%
Quote latente Steuern	6	1,44%	0,98%	-0,45%

⁰ Quote bezogen auf HGB-Bilanzsumme

¹ von 58 Versicherern bei fallender Sortierung

² Median

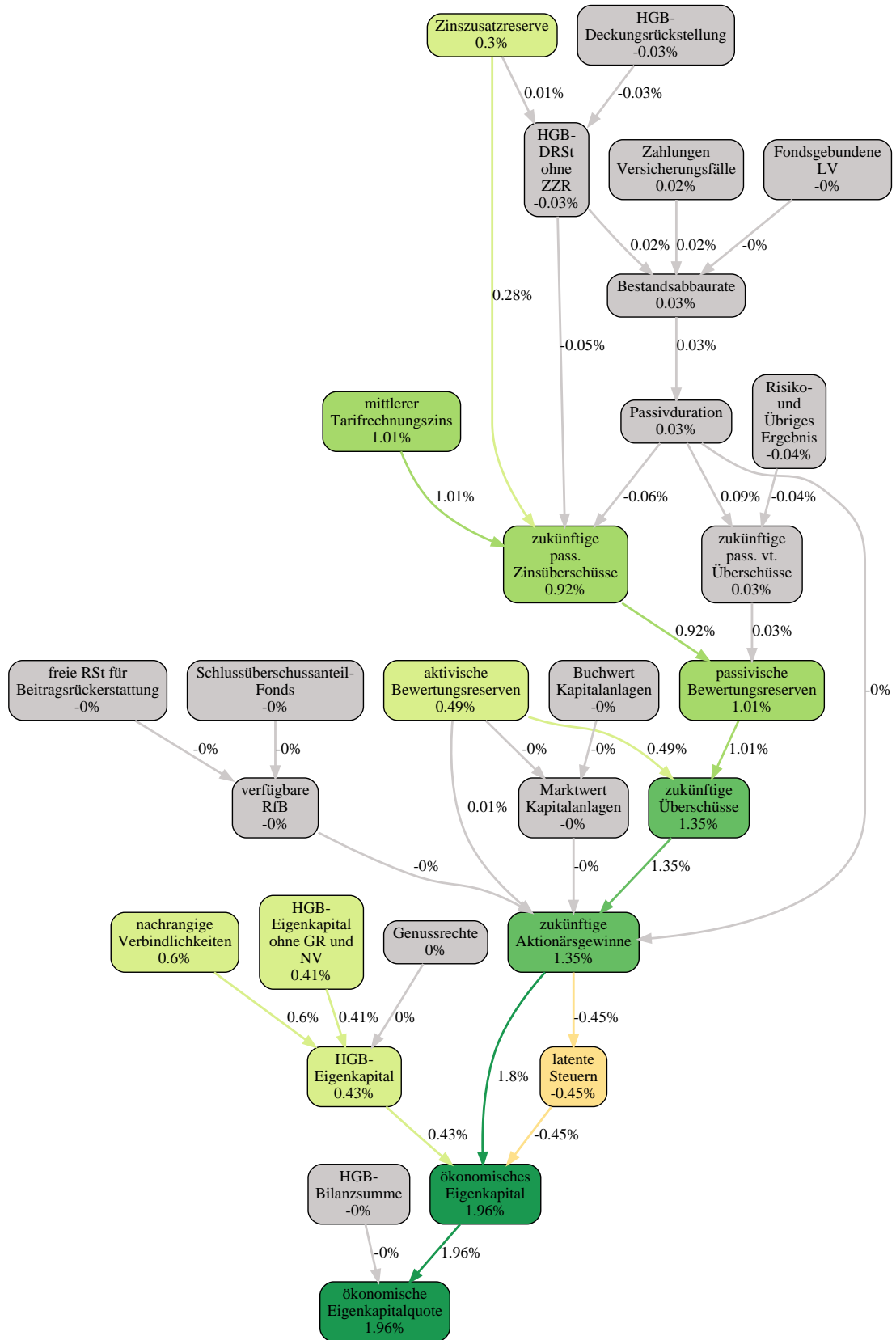
³ Änderung in Prozentpunkten

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.

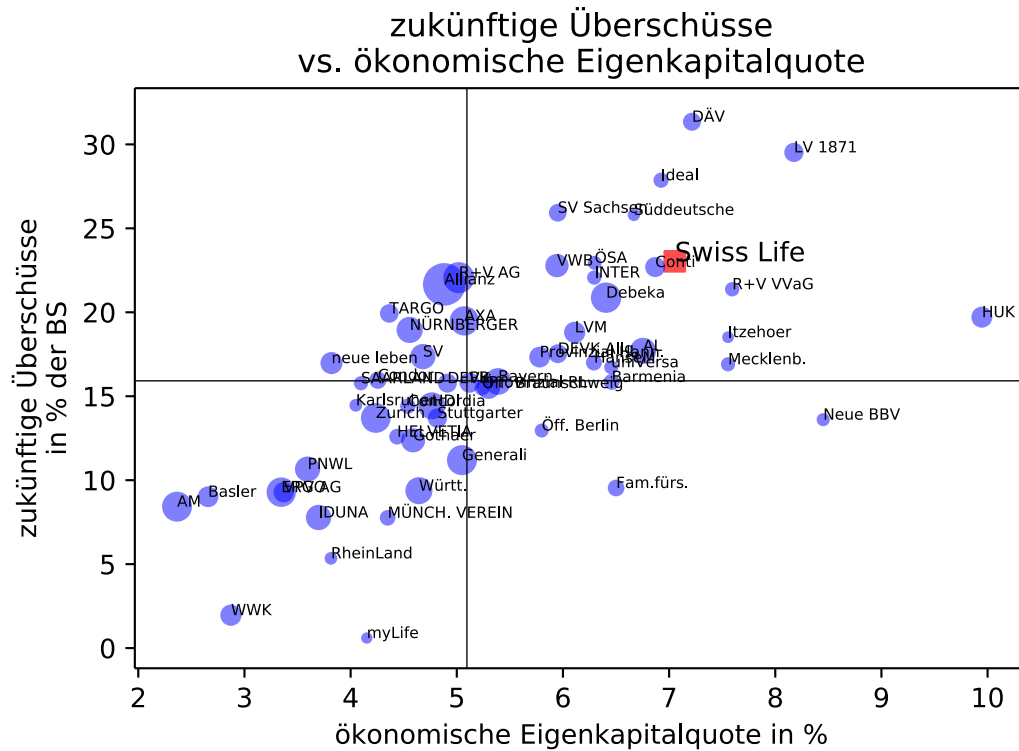
Die Größen "zukünftige Überschüsse", "zukünftige Aktionärgewinne" und "passivische Bewertungsreserven" wirken stark positiv und sind grün dargestellt. Zudem wird deutlich, welche anderen Größen sie beeinflussen. Hingegen wirken die Größen "latente Steuern", "Risiko- und Übriges Ergebnis" und "HGB-DRSt ohne ZZR" sehr negativ auf die ökonomische Eigenkapitalquote und sind rot eingefärbt. Insgesamt liegt die ökonomische Eigenkapitalquote 1,96%-Punkte über dem Median des Marktes.

Ursachenanalyse



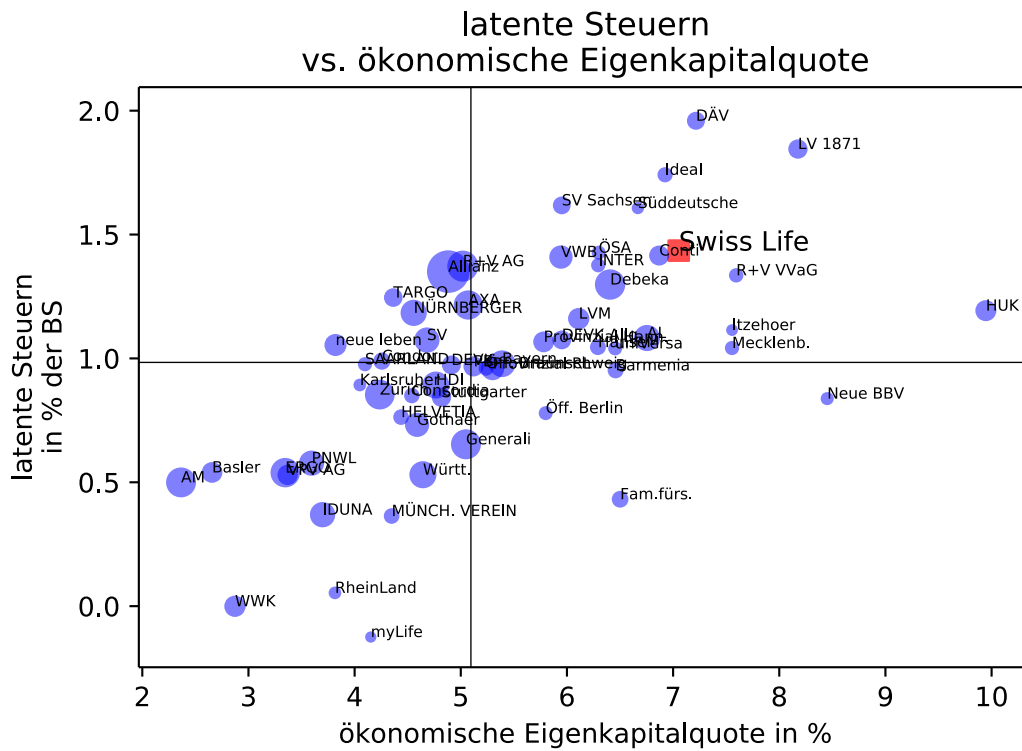
9 Marktvergleich

Die größte Stärke der Swiss Life ist die Quote der Größe "zukünftige Überschüsse". Von den 58 Unternehmen liegt die Gesellschaft damit auf Rang 6. Der Wert beträgt 23,04% der HGB-Bilanzsumme. Im Vergleich zum Median des Marktes in Höhe von 15,92% der HGB-Bilanzsumme erhöht dies die ökonomische Eigenkapitalquote um 1,35 Prozentpunkte.



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

Die größte Schwäche der Swiss Life ist die Quote der Größe "latente Steuern". Von den 58 Unternehmen liegt die Gesellschaft damit auf Rang 6. Der Wert beträgt 1,44% der HGB-Bilanzsumme. Im Vergleich zum Median des Marktes in Höhe von 0,98% der HGB-Bilanzsumme reduziert dies die ökonomische Eigenkapitalquote um 0,45 Prozentpunkte.



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

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 1.184 Mio. Euro.
- Die ökonomische Eigenkapitalquote beträgt 7,05%.
- Die Gesellschaft liegt damit auf Platz 8 von 58 deutschen Lebensversicherern.
- Größte Stärke: zukünftige Überschüsse
- Größte Schwäche: latente Steuern

Risikotragfähigkeit

- Die Sicherheitsmittelquote beträgt 28,36%.
- Die Gesellschaft liegt damit auf Platz 11 von 58 deutschen Lebensversicherern.
- Die nachhaltige Gesamtverzinsung beträgt 4,28%.

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.
aktive Bewertungsreserven	15	2.201	2	79	728	6.702	43.177
Buchwert Kapitalanlagen	17	15.517	159	705	5.542	42.612	201.429
Direktgutschrift	5	130,30	0,00	0,00	1,38	141,97	292,78
Fondsgebundene LV	25	766	0	1	555	7.510	17.047
freie RSt für Beitragsrückerstattu.	25	187	2	7	158	984	7.494
Genussrechte	7	0,00	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	18	16.782	453	812	7.052	46.981	212.307
HGB-Deckungsrückstellung	16	14.402	141	614	4.790	38.361	186.414
HGB-Eigenkapital ohne GR und NV	16	361	11	20	126	753	1.764
Jahresüberschuss nach Steuern und.	6	28,40	-0,00	-0,00	1,92	35,46	166,00
Jahresüberschuss vor Steuern und G.	15	26,02	-15,07	-1,31	8,57	182,70	595,87
Kapitalanlage-Aufwendungen	9	90	0	1	21	145	1.710
Kapitalanlage-Erträge	15	854	9	29	296	2.033	10.943
mittlerer Tarifrechnungszins	50	2,47%	1,69%	2,30%	3,03%	3,44%	3,60%
nachrangige Verbindlichkeiten	10	100,00	0,00	0,00	0,00	322,14	888,17
Risiko- und Übriges Ergebnis	18	112,53	-6,39	3,73	38,50	379,14	517,07
Rohüberschuss	10	249	-2	3	60	506	2.649
Schlussüberschussanteil-Fonds	20	245	1	9	101	795	3.358
Steuern	50	-2,38	-63,26	-18,20	1,14	47,12	60,42
Zahlungen Versicherungsfälle	19	1.058	19	56	447	3.404	11.830
Zinsaufwand	17	628	4	31	226	1.797	7.101
Zinszusatzreserve	16	1.210	5	45	358	2.749	10.615
Zuführung zur RfB	13	93	0	1	41	224	1.952
ZZR-Aufwand	16	301	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	Swiss Life	Min.	5% ²	50% ²	95% ²	Max.
Bestandsabbaurate	38	7,58%	4,77%	5,54%	8,15%	10,59%	12,64%
Garantie	17	12.736	141	519	4.529	39.701	183.605
Garantien und Optionen	35	3,11	0,00	0,03	4,59	72,06	102,83
HGB-DRSt ohne ZZR	16	13.192	136	584	4.450	35.668	175.798
HGB-DRSt ohne ZZR zzgl. FLV	18	13.958	398	653	5.663	40.144	181.104
HGB-Eigenkapital	14	461	12	22	152	955	1.764
Kapitalergebnis	15	764	7	27	270	1.974	9.233
latente Steuern	11	241	-1	5	68	526	2.867
Marktwert Kapitalanlagen	17	17.718	161	785	6.302	47.723	244.606
Marktwert-Bilanzsumme	18	18.983	455	864	7.593	51.483	255.484
nachhaltige Gesamtverzinsung	29	4,28%	2,56%	3,65%	4,27%	5,29%	6,85%
Nettoverzinsung	12	4,92%	3,15%	3,56%	4,33%	5,41%	5,84%
Passivduration	21	12,19	7,83	9,13	11,45	15,89	17,98
passivische Bewertungsreserven	8	1.665	-2.698	-171	224	2.599	4.569
Puffer	14	3.576	11	118	1.167	8.572	48.238
Sicherheitsmittel	15	4.759	29	168	1.442	10.837	58.603
Sicherheitsmittelquote	11	28,36%	6,47%	11,77%	22,59%	31,97%	37,16%
sonstige Aktiva	16	499	15	24	204	1.661	5.572
sonstige Passiva	24	721	23	42	452	2.540	7.970
verfügbare RfB	21	432	4	14	284	1.665	10.853
Zinsergebnis	7	137	-413	-83	15	276	2.132
zukünftige Aktionärsgewinne	11	963	-5	22	274	2.102	11.468
zukünftige pass. vt. Überschüsse	17	1.371	-55	40	448	4.104	7.155
zukünftige pass. Zinsüberschüsse	1	294	-4.346	-1.719	-188	0	294
zukünftige Überschussbeteiligung	13	2.903	7	91	823	6.328	34.519
zukünftige Überschüsse	13	3.866	3	121	1.097	8.430	45.986
ökonomische Eigenkapitalquote	8	7,05%	2,37%	3,28%	5,10%	7,68%	9,95%
ökonomisches Eigenkapital	12	1.184	19	42	324	2.408	10.365

Angaben in Mio. Euro bzw. in Prozent

¹ bei fallender Sortierung

² Quantil von 58 Versicherern