

Real Rate

Finanzstärkeanalyse

Stuttgarter Leben

10/2016



Wesentliche Ergebnisse

- Der faire Unternehmenswert beträgt 221 Mio. Euro.
- Die ökonomische Eigenkapitalquote beträgt 3,69%.
- Die Gesellschaft liegt damit auf Platz 40 von 57 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 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 122,00 Mio. Euro.

Aktiva	in Mio. Euro	Passiva	in Mio. Euro
Kapitalanlagen	5.101	HGB-Eigenkapital	122
Fondsgebundene LV	635	verfügbare RfB	348
Sonst. Aktiva	259	Deckungsrückstellung	4.599
		Fondsgebundene LV	635
		Sonst. Passiva	291
Aktiva	5.994	Passiva	5.994

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. 3,28%. Dieser wird mittels der Passivduration von ca. 10,3 auf den nachhaltigen Zins in Höhe von 2,02%, umbewertet. Unter Ansatz der bereits gestellten Zinszusatzreserve in Höhe von 223,60 Mio. Euro führt dies zu passivischen Zins-Bewertungsreserven von -343,91 Mio. Euro. Hinzu kommen passivische Bewertungsreserven aus Biometrie und Kosten in Höhe von 226,60 Mio. Euro. Die passivischen Bewertungsreserven betragen damit insgesamt -117,30 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 669,92 Mio. Euro.

Die Summe aus aktivischen und passivischen Bewertungsreserven beträgt insgesamt 552,62 Mio. Euro. Davon entfallen unter Anwendung der Mindestzuführungsverordnung 99,38 Mio. auf die Aktionärssphäre in Form von zukünftigen Aktionärgewinnen nach Steuern. Dies führt vom HGB-Eigenkapital zum ökonomischen Eigenkapital in der Marktwertbilanz. Die restlichen 453,24 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 5,65 Mio. Euro.

Aktiva	in Mio. Euro	Passiva	in Mio. Euro
Kapitalanlagen	5.771	ök. Eigenkapital	221
Fondsgebundene LV	635	Puffer	801
Sonst. Aktiva	259	Garantie	4.717
		Fondsgebundene LV	635
		Sonst. Passiva	291
Aktiva	6.664	Passiva	6.664

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 3,69%. Sie liegt 0,77%-Punkte unter dem Median von 4,46% und damit auf Rang 40 von 57 Lebensversicherern.

Komponente ök. EK	in Mio. Euro	in % der HGB-Bilanzsumme
HGB-Eigenkapital	122,00	2,04
zukünftige Aktionärgewinne	132,50	2,21
Steuern	-33,13	-0,55
ökonomisches Eigenkapital	221,38	3,69

Der faire Unternehmenswert der Stuttgarter Leben beträgt gemäß der RealRate-Analyse 221,38 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 13,36%.

Puffer-Komponente	in Mio. Euro	in % der HGB-Bilanzsumme
verfügbare RfB	347,59	5,80
Überschussbeteiligung	420,11	7,01
Steuern	33,13	0,55
Puffer	800,83	13,36

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 17,05%.

Komponente Sicherheitsmittel	in Mio. Euro	in % der HGB-Bilanzsumme
HGB-Eigenkapital	122	2,04
verfügbare RfB	348	5,80
zukünftige Überschüsse	553	9,22
Sicherheitsmittel	1.022	17,05

Die nachhaltige Gesamtverzinsung, die im Mittel aus der künftigen Überschussbeteiligung finanzierbar ist, beträgt 4,22%. Davon beträgt der mittlere garantierte Rechnungszins 3,28%.

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 57 Unternehmen liegt die Gesellschaft damit auf Rang 17. Der Wert beträgt 2,04% der HGB-Bilanzsumme. Im Vergleich zum Median des Marktes in Höhe von 1,72% der HGB-Bilanzsumme erhöht dies die ökonomische Eigenkapitalquote um 0,32 Prozentpunkte. Die weiteren Stärken sind die Größen "latente Steuern" und "HGB-Deckungsrückstellung". Die größten Schwächen sind die Größen "zukünftige Überschüsse", "zukünftige Aktionärgewinne" und "passivische Bewertungsreserven".

Größe ⁰	Rang ¹	Stuttgarter	Markt ²	Effekt ³ ökonomische Eigenkapitalquote
Quote HGB-Eigenkapital ohne GR und.	17	2,04%	1,72%	0,32%
Quote latente Steuern	40	0,55%	0,85%	0,30%
Quote HGB-Deckungsrückstellung	39	76,73%	81,27%	0,19%
Quote HGB-DRSt ohne ZZR	41	73,00%	77,43%	0,18%
Quote Zinszusatzreserve	19	3,73%	3,16%	0,14%
Quote Marktwert Kapitalanlagen	43	96,27%	105,10%	0,04%
Quote Buchwert Kapitalanlagen	44	85,09%	92,85%	0,04%
Quote Schlussüberschussanteil-Fond.	1	4,59%	1,96%	0,03%
Quote Zahlungen Versicherungsfälle	25	7,63%	7,43%	0,03%
Passivduration	35	10,26	10,47	0,03%
...
Quote freie RSt für Beitragsrücker.	43	1,20%	2,21%	-0,01%
Quote zukünftige pass. Zinsübersch.	32	-5,74%	-5,61%	-0,03%
Quote Fondsgebundene LV	14	10,59%	3,21%	-0,10%
Quote aktive Bewertungsreserve.	33	11,18%	11,89%	-0,15%
mittlerer Tarifrachungszins	20	3,28%	3,12%	-0,26%
Quote zukünftige pass. vt. Übersch.	44	3,78%	5,77%	-0,41%
Quote Risiko- und Übriges Ergebnis	42	0,37%	0,58%	-0,45%
Quote passive Bewertungsreserv.	42	-1,96%	1,17%	-0,65%
Quote zukünftige Aktionärgewinne	40	2,21%	3,41%	-0,90%
Quote zukünftige Überschüsse	43	9,22%	13,75%	-0,94%

⁰ Quote bezogen auf HGB-Bilanzsumme

¹ von 57 Versicherern bei fallender Sortierung

² Median

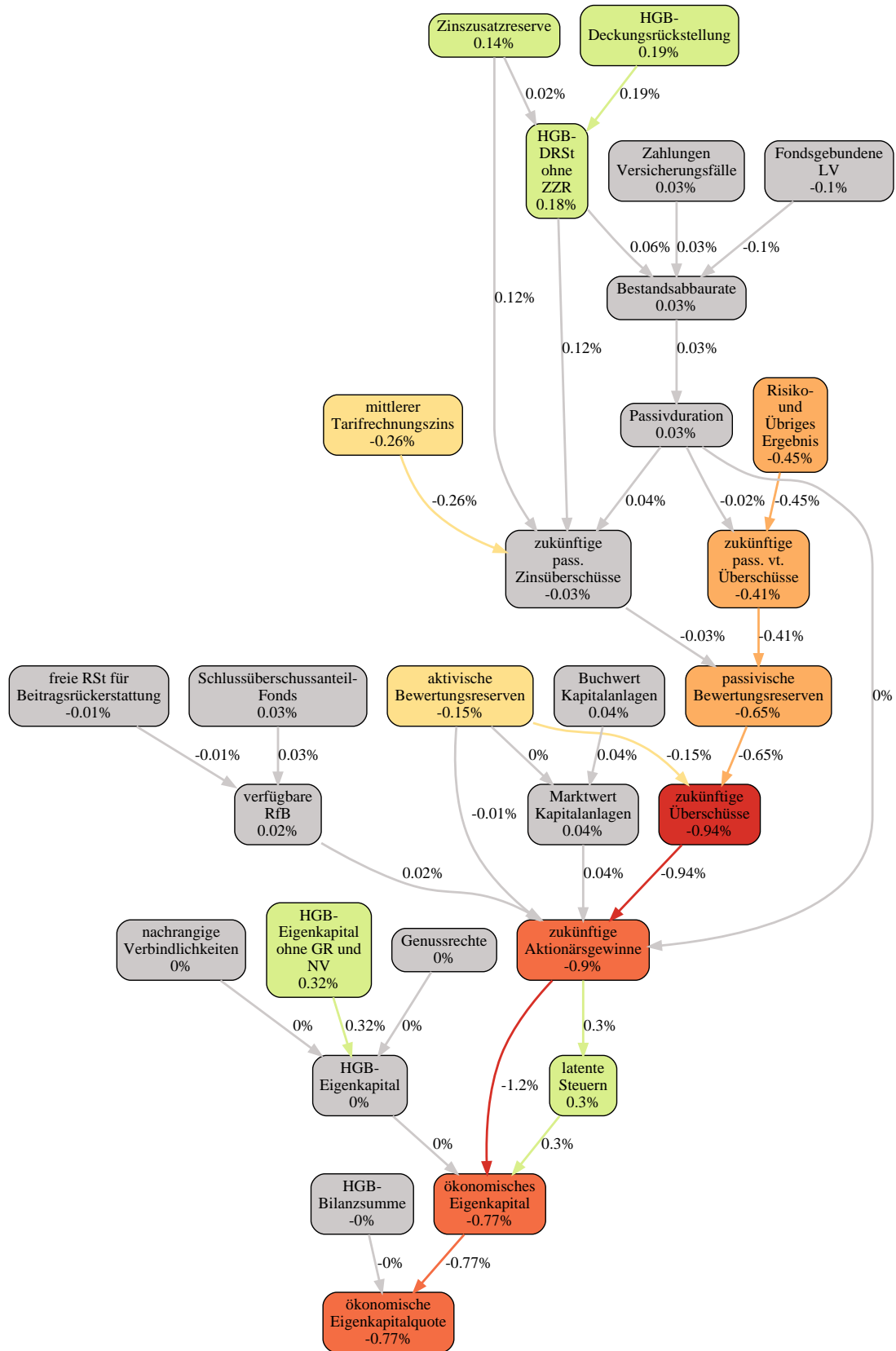
³ Änderung in Prozentpunkten

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.

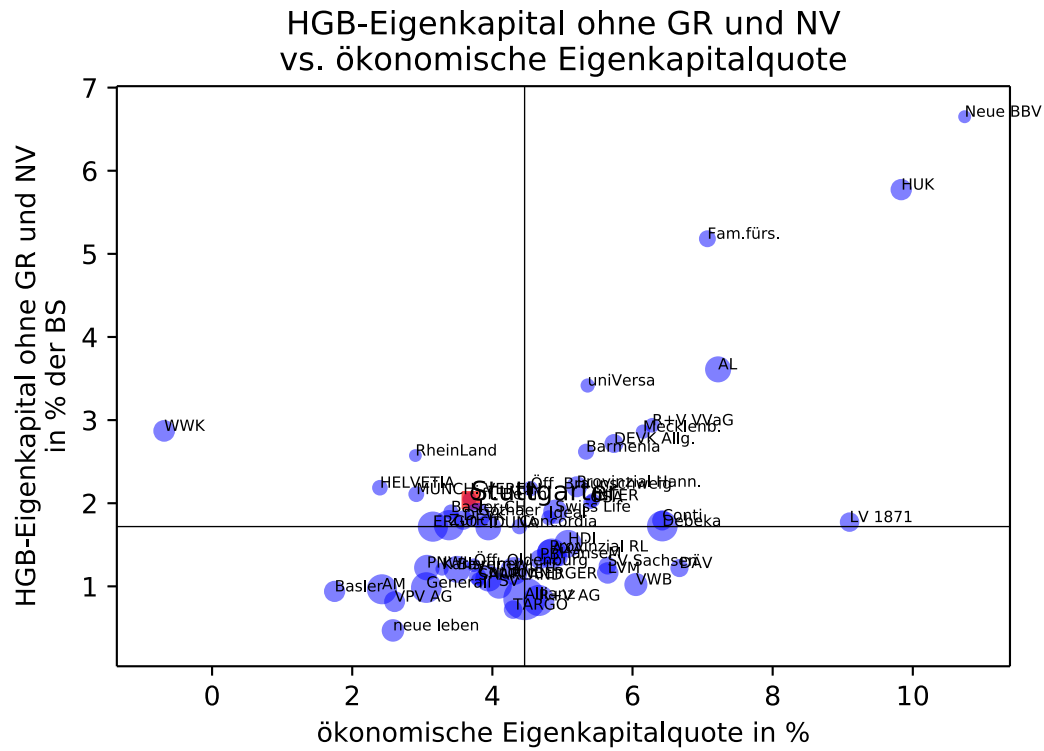
Die Größen "HGB-Eigenkapital ohne GR und NV", "latente Steuern" und "HGB-Deckungsrückstellung" wirken stark positiv und sind grün dargestellt. Zudem wird deutlich, welche anderen Größen sie beeinflussen. Hingegen wirken die Größen "zukünftige Überschüsse", "zukünftige Aktionärgewinne" und "passivische Bewertungsreserven" sehr negativ auf die ökonomische Eigenkapitalquote und sind rot eingefärbt. Insgesamt liegt die ökonomische Eigenkapitalquote 0,77%-Punkte unter dem Median des Marktes.

Ursachenanalyse



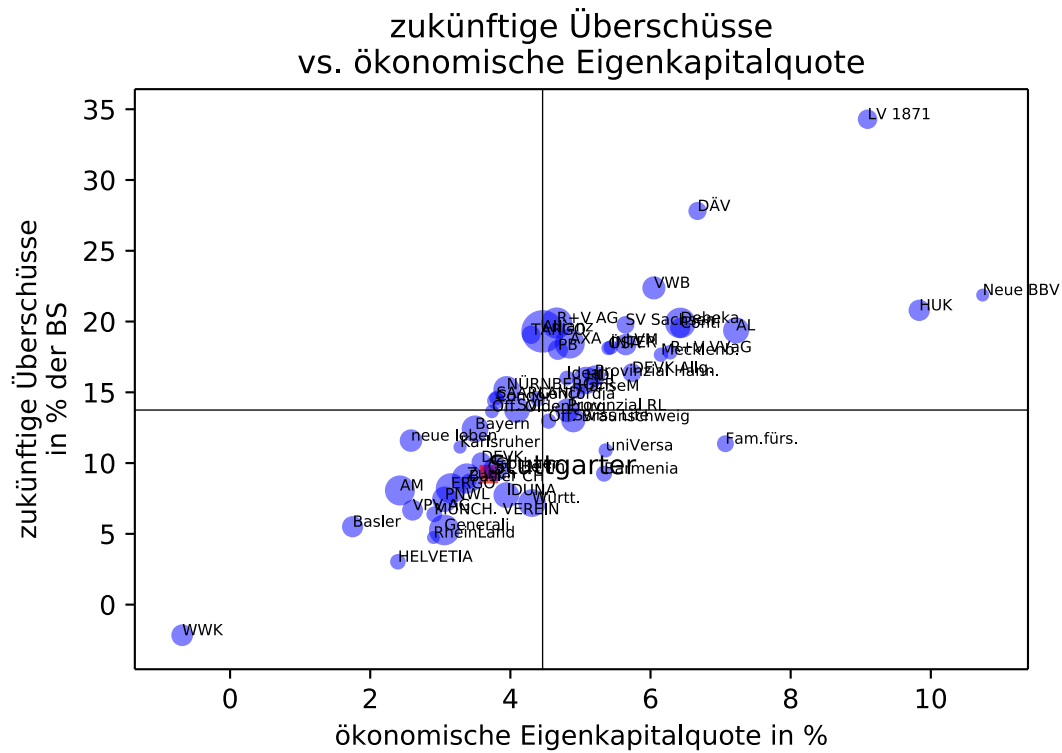
9 Marktvergleich

Die größte Stärke der Stuttgarter Leben ist die Quote der Größe "HGB-Eigenkapital ohne GR und NV". Von den 57 Unternehmen liegt die Gesellschaft damit auf Rang 17. Der Wert beträgt 2,04% der HGB-Bilanzsumme. Im Vergleich zum Median des Marktes in Höhe von 1,72% der HGB-Bilanzsumme erhöht dies die ökonomische Eigenkapitalquote um 0,32 Prozentpunkte.



Die Korrelation zwischen den dargestellten Größen beträgt im Markt 0,59.

Die größte Schwäche der Stuttgarter Leben ist die Quote der Größe "zukünftige Überschüsse". Von den 57 Unternehmen liegt die Gesellschaft damit auf Rang 43. Der Wert beträgt 9,22% der HGB-Bilanzsumme. Im Vergleich zum Median des Marktes in Höhe von 13,75% der HGB-Bilanzsumme reduziert dies die ökonomische Eigenkapitalquote um 0,94 Prozentpunkte.



Die Korrelation zwischen den dargestellten Größen beträgt im Markt 0,80.

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 221 Mio. Euro.
- Die ökonomische Eigenkapitalquote beträgt 3,69%.
- Die Gesellschaft liegt damit auf Platz 40 von 57 deutschen Lebensversicherern.
- Größte Stärke: HGB-Eigenkapital ohne GR und NV
- Größte Schwäche: zukünftige Überschüsse

Risikotragfähigkeit

- Die Sicherheitsmittelquote beträgt 17,05%.
- Die Gesellschaft liegt damit auf Platz 38 von 57 deutschen Lebensversicherern.
- Die nachhaltige Gesamtverzinsung beträgt 4,22%.

11 Anhang: Die Daten

Nachfolgend ist dargestellt, wie die Stuttgarter Leben 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	Stuttgarter	Min.	5% ²	50% ²	95% ²	Max.
aktive Bewertungsreserven	31	670	36	111	777	7.357	37.422
Buchwert Kapitalanlagen	31	5.101	543	999	5.324	41.224	178.901
Direktgutschrift	57	-0,00	-0,00	0,00	1,37	149,77	295,24
Fondsgebundene LV	24	635	0	1	459	6.782	14.733
freie RSt für Beitragsrückerstattu.	35	72	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	30	5.994	786	1.042	6.725	45.593	188.142
HGB-Deckungsrückstellung	29	4.599	494	907	4.599	37.488	163.662
HGB-Eigenkapital ohne GR und NV	26	122	11	19	105	755	1.598
Jahresüberschuss nach Steuern und.	20	4,00	-0,00	-0,00	1,33	26,00	79,00
Jahresüberschuss vor Steuern und G.	31	9,54	-31,59	0,55	13,26	85,41	655,27
Kapitalanlage-Aufwendungen	22	47	1	2	37	334	1.255
Kapitalanlage-Erträge	29	309	32	45	309	2.018	9.490
mittlerer Tarifrachungszins	20	3,28%	2,01%	2,56%	3,12%	3,63%	3,86%
nachrangige Verbindlichkeiten	20	0,00	0,00	0,00	0,00	249,52	688,07
Risiko- und Übriges Ergebnis	33	22,08	-39,19	2,38	30,22	369,68	617,34
Rohüberschuss	31	59	2	6	69	524	2.339
Schlussüberschussanteil-Fonds	19	275	8	19	112	1.049	3.686
Steuern	30	5,54	-37,59	0,09	6,07	46,89	77,27
Zahlungen Versicherungsfälle	29	457	49	83	457	3.579	12.127
Zinsaufwand	27	225	11	36	202	1.658	6.513
Zinszusatzreserve	27	224	3	25	187	1.530	5.963
Zuführung zur RfB	26	49	0	4	38	305	1.583
ZZR-Aufwand	27	81	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	Stuttgarter	Min.	5% ²	50% ²	95% ²	Max.
Bestandsabbaurate	23	9,13%	5,12%	6,84%	8,92%	13,42%	16,22%
Garantie	29	4.717	352	898	4.717	38.797	164.764
Garantien und Optionen	27	5,65	0,00	0,03	4,59	80,86	257,18
HGB-DRSt ohne ZZR	29	4.376	492	874	4.376	36.352	157.699
HGB-DRSt ohne ZZR zzgl. FLV	30	5.011	656	890	5.757	38.185	162.248
HGB-Eigenkapital	30	122	11	19	132	976	1.598
Kapitalergebnis	28	262	27	43	239	1.824	8.235
latente Steuern	33	33	-49	5	56	491	2.264
Marktwert Kapitalanlagen	30	5.771	579	1.109	6.049	48.600	216.323
Marktwert-Bilanzsumme	31	6.664	851	1.153	7.120	51.056	225.565
nachhaltige Gesamtverzinsung	36	4,22%	3,09%	3,70%	4,37%	5,43%	7,36%
Nettoverzinsung	7	5,13%	3,43%	3,66%	4,43%	5,36%	6,63%
Passivduration	35	10,26	6,25	7,37	10,47	13,10	16,65
passivische Bewertungsreserven	44	-117	-4.469	-1.112	27	1.559	2.348
Puffer	31	801	60	131	1.101	8.365	40.053
Sicherheitsmittel	31	1.022	83	172	1.302	10.414	48.445
Sicherheitsmittelquote	38	17,05%	3,51%	10,47%	20,09%	29,84%	41,86%
sonstige Aktiva	26	259	26	32	239	1.712	4.692
sonstige Passiva	37	291	20	48	471	2.594	7.807
verfügbare RfB	25	348	19	41	290	1.856	10.526
Zinsergebnis	21	37	-149	-5	19	299	1.722
zukünftige Aktionärgewinne	33	133	-392	20	223	1.966	9.057
zukünftige pass. vt. Überschüsse	34	227	-290	25	298	3.790	7.510
zukünftige pass. Zinsüberschüsse	26	-344	-8.612	-2.805	-381	-22	36
zukünftige Überschussbeteiligung	34	420	34	84	669	5.913	27.263
zukünftige Überschüsse	33	553	-209	93	892	7.879	36.320
ökonomische Eigenkapitalquote	40	3,69%	-0,68%	2,42%	4,46%	7,60%	10,74%
ökonomisches Eigenkapital	30	221	-66	38	284	2.049	8.391

Angaben in Mio. Euro bzw. in Prozent

¹ bei fallender Sortierung

² Quantil von 57 Versicherern