

Real Rate

Finanzstärkeanalyse

Stuttgarter Leben

10/2019

Real Rate	Stuttgarter Leben
	Gut
	28. Platz von 57 Lebensversicherern
	10/2019

Wesentliche Ergebnisse

- Der faire Unternehmenswert beträgt 324 Mio. Euro.
- Die ökonomische Eigenkapitalquote beträgt 4,88%.
- Die Gesellschaft liegt damit auf Platz 28 von 57 deutschen Lebensversicherern.
- Größte Stärke: HGB-Eigenkapital ohne GR und NV
- Größte Schwäche: aktivische 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 Stuttgarter Leben untersucht. Hierzu wird die handelsrechtliche Bilanz der Stuttgarter Leben des Jahres 2018 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 157,00 Mio. Euro.

Aktiva	in Mio. Euro	Passiva	in Mio. Euro
Kapitalanlagen	5.662	HGB-Eigenkapital	157
Fondsgebundene LV	809	verfügbare RfB	342
Sonst. Aktiva	184	Deckungsrückstellung	5.040
		Fondsgebundene LV	809
		Sonst. Passiva	307
Aktiva	6.654	Passiva	6.654

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. 2,94%. Dieser wird mittels der Passivduration von ca. 12,0 auf den nachhaltigen Zins in Höhe von 1,83%, umbewertet. Unter Ansatz der bereits gestellten Zinszusatzreserve in Höhe von 384,10 Mio. Euro führt dies zu passivischen Zins-Bewertungsreserven von -234,36 Mio. Euro. Hinzu kommen passivische Bewertungsreserven aus Biometrie und Kosten in Höhe von 657,53 Mio. Euro. Die passivischen Bewertungsreserven betragen damit insgesamt 423,18 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 493,45 Mio. Euro.

Die Summe aus aktivischen und passivischen Bewertungsreserven beträgt insgesamt 916,63 Mio. Euro. Davon entfallen unter Anwendung der Mindestzuführungsverordnung 167,44 Mio. auf die Aktionärssphäre in Form von zukünftigen Aktionärgewinnen nach Steuern. Dies führt vom HGB-Eigenkapital zum ökonomischen Eigenkapital in der Marktwertbilanz. Die restlichen 749,19 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 5,90 Mio. Euro.

Aktiva	in Mio. Euro	Passiva	in Mio. Euro
Kapitalanlagen	6.155	ök. Eigenkapital	324
Fondsgebundene LV	809	Puffer	1.091
Sonst. Aktiva	184	Garantie	4.616
		Fondsgebundene LV	809
		Sonst. Passiva	307
Aktiva	7.148	Passiva	7.148

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 4,88%. Sie liegt 0,03%-Punkte über dem Median von 4,85% und damit auf Rang 28 von 57 Lebensversicherern.

Komponente ök. EK	in Mio. Euro	in % der HGB-Bilanzsumme
HGB-Eigenkapital	157,00	2,36
zukünftige Aktionärgewinne	223,26	3,35
Steuern	-55,81	-0,84
ökonomisches Eigenkapital	324,44	4,88

Der faire Unternehmenswert der Stuttgarter Leben beträgt gemäß der RealRate-Analyse 324,44 Mio. Euro. Diesen Wert vergleichen wir mit der Angabe aus dem veröffentlichten Solvency and Financial Condition Report der Stuttgarter Leben: Die Basiseigenmittel - ohne Ansatz der Übergangsmaßnahme und der Volatilitätsanpassung - betragen dort 465,05 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 16,40%.

Puffer-Komponente	in Mio. Euro	in % der HGB-Bilanzsumme
verfügbare RfB	342	5,14
Überschussbeteiligung	693	10,42
Steuern	56	0,84
Puffer	1.091	16,40

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 21,28%.

Komponente Sicherheitsmittel	in Mio. Euro	in % der HGB-Bilanzsumme
HGB-Eigenkapital	157	2,36
verfügbare RfB	342	5,14
zukünftige Überschüsse	917	13,77
Sicherheitsmittel	1.416	21,28

Die nachhaltige Gesamtverzinsung, die im Mittel aus der künftigen Überschussbeteiligung finanzierbar ist, beträgt 4,17%. Davon beträgt der mittlere garantierte Rechnungszins 2,94%.

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 18. Der Wert beträgt 2,36% der HGB-Bilanzsumme. Im Vergleich zum Median des Marktes in Höhe von 1,78% der HGB-Bilanzsumme erhöht dies die ökonomische Eigenkapitalquote um 0,58 Prozentpunkte. Die weiteren Stärken sind die Größen "Risiko- und Übriges Ergebnis" und "zukünftige pass. vt. Überschüsse". Die größten Schwächen sind die Größen "aktive Bewertungsreserven", "zukünftige pass. Zinsüberschüsse" und "Zinszusatzreserve".

Größe ⁰	Rang ¹	Stuttgarter	Markt ²	Effekt ³ ökonomische Eigenkapitalquote
Quote HGB-Eigenkapital ohne GR und NV	18	2,36%	1,78%	0,58%
Quote Risiko- und Übriges Ergebnis	23	0,82%	0,68%	0,35%
Quote zukünftige pass. vt. Übersch.	23	9,88%	8,14%	0,35%
Quote HGB-Deckungsrückstellung	43	75,73%	83,04%	0,20%
Quote passive Bewertungsreserv.	22	6,36%	5,47%	0,18%
Quote HGB-DRSt ohne ZZR	43	69,96%	75,03%	0,14%
Quote Marktwert Kapitalanlagen	44	92,50%	100,99%	0,04%
Quote Buchwert Kapitalanlagen	43	85,08%	92,70%	0,04%
Quote Schlussüberschussanteil-Fond.	1	3,58%	1,39%	0,03%
Quote latente Steuern	30	0,84%	0,87%	0,03%
...
Bestandsabbaurate	35	7,78%	8,10%	-0,00%
Quote Zahlungen Versicherungsfälle	32	6,39%	6,73%	-0,00%
Quote freie RSt für Beitragsrücker.	37	1,57%	1,89%	-0,00%
Quote fondsgebundene LV	15	12,15%	4,61%	-0,01%
Quote zukünftige Aktionärgewinne	30	3,35%	3,46%	-0,08%
Quote HGB-Eigenkapital	31	2,36%	2,46%	-0,10%
Quote zukünftige Überschüsse	30	13,77%	14,44%	-0,13%
Quote Zinszusatzreserve	35	5,77%	6,44%	-0,15%
Quote zukünftige pass. Zinsübersch.	40	-3,52%	-2,62%	-0,18%
Quote aktive Bewertungsreserve.	33	7,42%	8,43%	-0,21%

⁰ Quote bezogen auf HGB-Bilanzsumme

¹ von 57 Versicherern bei fallender Sortierung

² Median

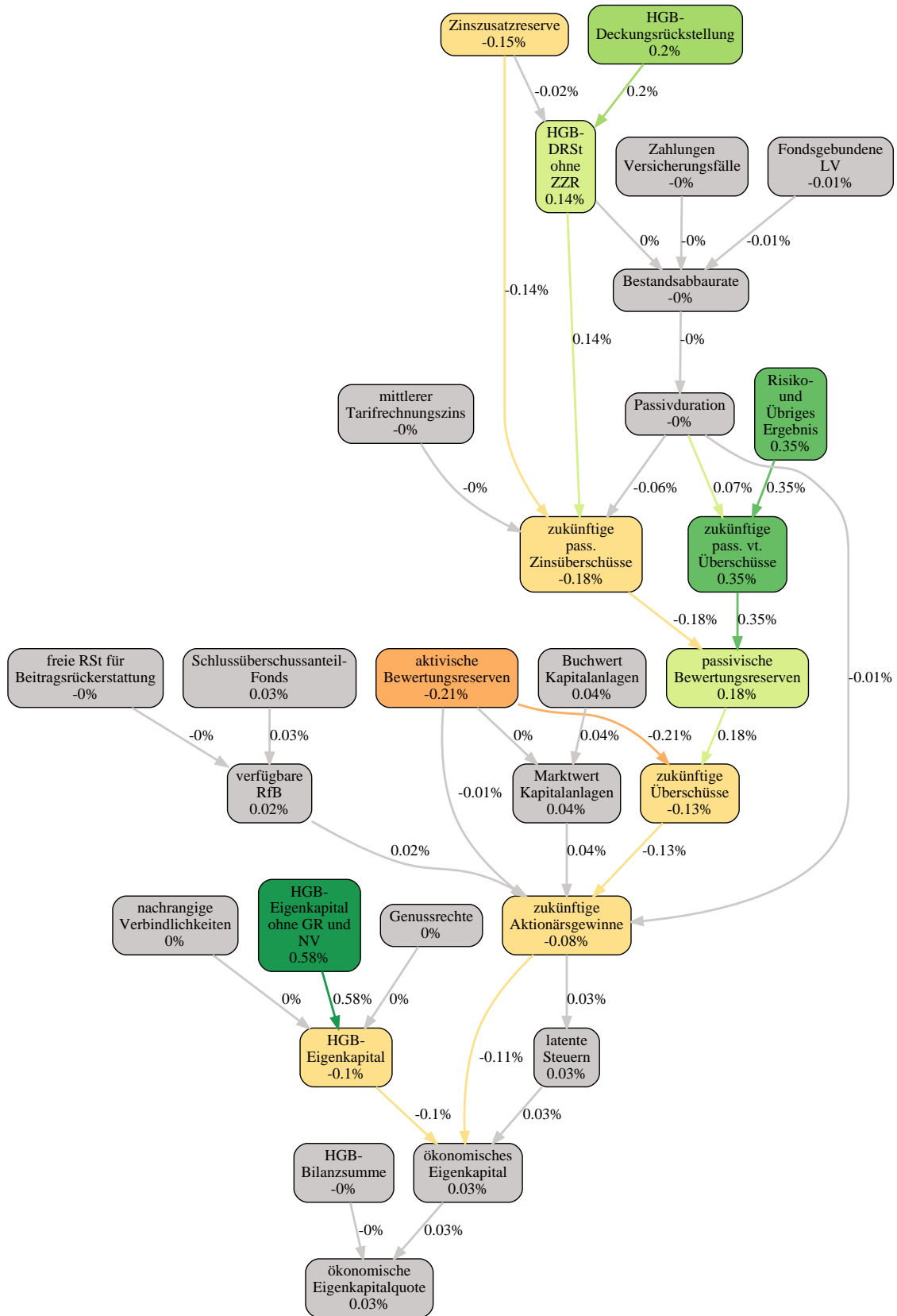
³ Änderung in Prozentpunkten

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.

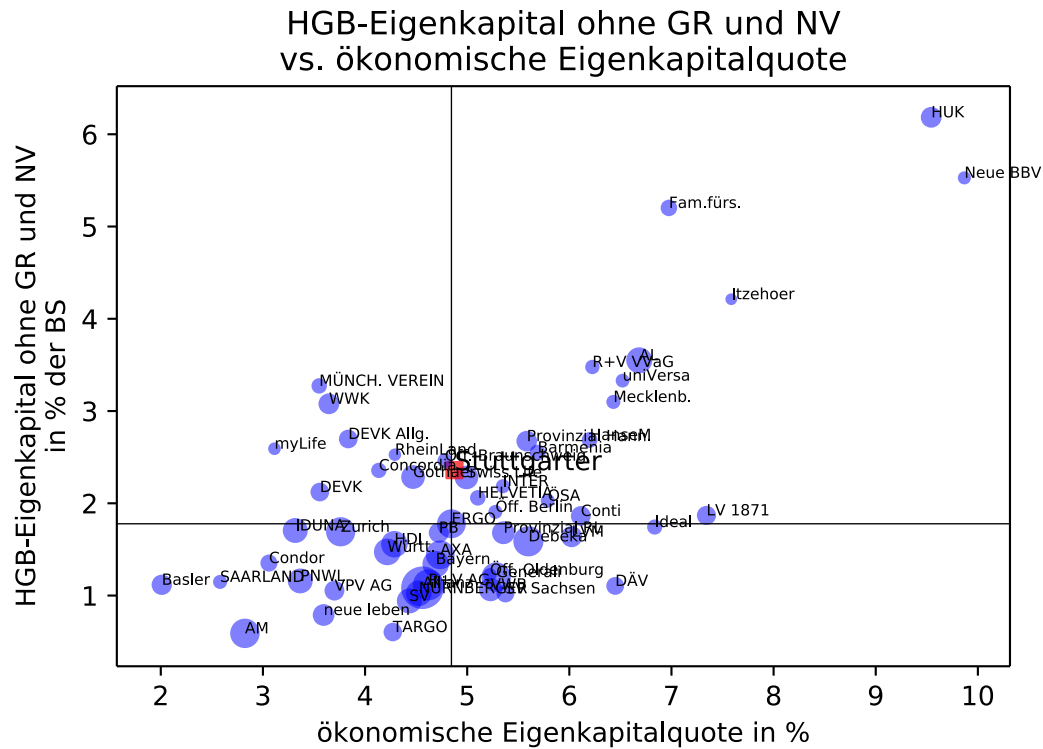
Die Größen "HGB-Eigenkapital ohne GR und NV", "Risiko- und Übriges Ergebnis" und "zukünftige pass. vt. Überschüsse" wirken stark positiv und sind grün dargestellt. Zudem wird deutlich, welche anderen Größen sie beeinflussen. Hingegen wirken die Größen "aktive Bewertungsreserven", "zukünftige pass. Zinsüberschüsse" und "Zinszusatzreserve" sehr negativ auf die ökonomische Eigenkapitalquote und sind rot eingefärbt. Insgesamt liegt die ökonomische Eigenkapitalquote 0,03%-Punkte über dem Median des Marktes.

Ursachenanalyse



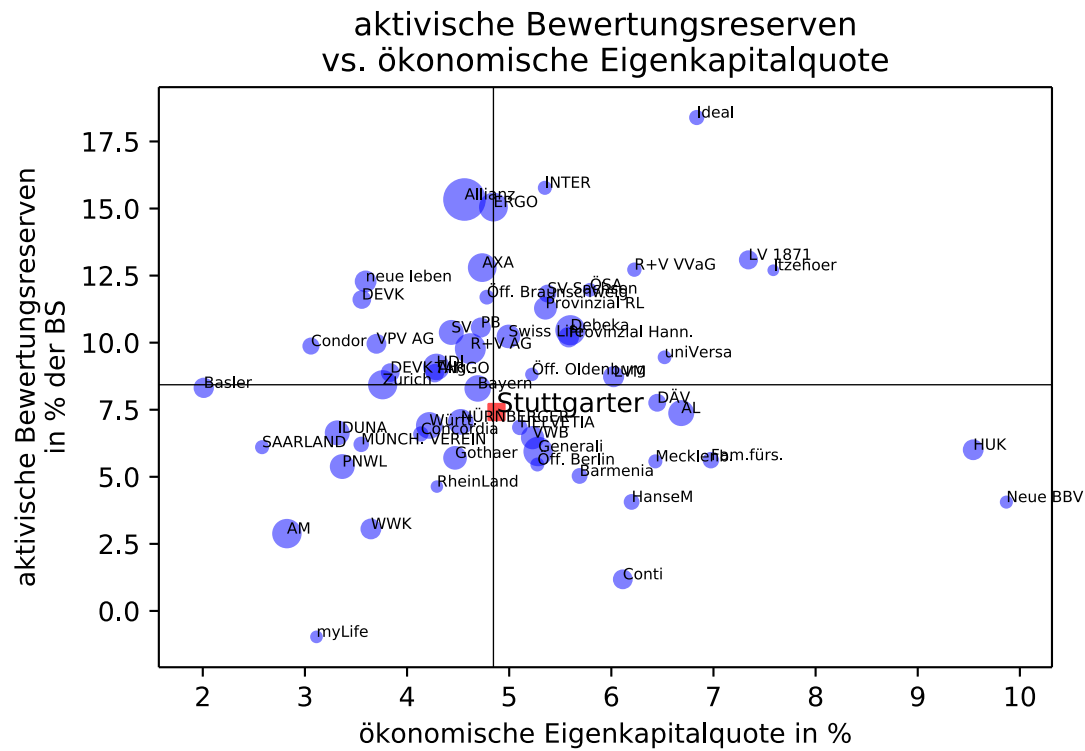
9 Marktvergleich

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 18. Der Wert beträgt 2,36% der HGB-Bilanzsumme. Im Vergleich zum Median des Marktes in Höhe von 1,78% der HGB-Bilanzsumme erhöht dies die ökonomische Eigenkapitalquote um 0,58 Prozentpunkte.



Die Korrelation zwischen den dargestellten Größen beträgt im Markt 0,66.

Die größte Schwäche der Stuttgarter Leben ist die Quote der Größe "aktive Bewertungsreserven". Von den 57 Unternehmen liegt die Gesellschaft damit auf Rang 33. Der Wert beträgt 7,42% der HGB-Bilanzsumme. Im Vergleich zum Median des Marktes in Höhe von 8,43% der HGB-Bilanzsumme reduziert dies die ökonomische Eigenkapitalquote um 0,21 Prozentpunkte.



Die Korrelation zwischen den dargestellten Größen beträgt im Markt 0,10.

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 324 Mio. Euro.
- Die ökonomische Eigenkapitalquote beträgt 4,88%.
- Die Gesellschaft liegt damit auf Platz 28 von 57 deutschen Lebensversicherern.
- Größte Stärke: HGB-Eigenkapital ohne GR und NV
- Größte Schwäche: aktivische Bewertungsreserven

Risikotragfähigkeit

- Die Sicherheitsmittelquote beträgt 21,28%.
- Die Gesellschaft liegt damit auf Platz 28 von 57 deutschen Lebensversicherern.
- Die nachhaltige Gesamtverzinsung beträgt 4,17%.

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.
aktivische Bewertungsreserven	33	493	-9	69	573	5.360	34.732
Buchwert Kapitalanlagen	29	5.662	179	786	5.662	43.049	217.161
Direktgutschrift	40	0,00	0,00	0,00	0,60	122,33	307,99
Fondsgebundene LV	23	809	0	2	590	6.699	15.628
freie RSt für Beitragsrückerstattu.	34	104	2	11	156	932	7.856
Genussrechte	5	0,00	0,00	0,00	0,00	4,07	150,00
Gewinnabführung	22	0,00	0,00	0,00	0,00	58,50	161,60
HGB-Bilanzsumme	30	6.654	595	1.019	7.678	46.958	226.472
HGB-Deckungsrückstellung	29	5.040	211	717	5.040	38.783	200.281
HGB-Eigenkapital ohne GR und NV	27	157	15	23	137	759	2.456
Jahresüberschuss nach Steuern und.	13	8,00	-130,00	-0,00	1,30	28,40	692,00
Jahresüberschuss vor Steuern und G.	30	15,85	0,02	0,88	16,95	121,18	849,60
Kapitalanlage-Aufwendungen	27	39,29	0,34	1,47	37,00	284,01	536,32
Kapitalanlage-Erträge	31	233	10	34	266	1.656	9.436
mittlerer Tarifrrechnungszins	29	2,94%	1,61%	2,14%	2,94%	3,51%	3,70%
nachrangige Verbindlichkeiten	26	0,00	0,00	0,00	0,00	329,52	888,17
Risiko- und Übriges Ergebnis	26	54,68	0,45	2,80	38,60	409,58	702,42
Rohüberschuss	28	82	2	6	76	629	3.251
Schlussüberschussanteil-Fonds	19	238	2	12	94	746	3.157
Steuern	27	7,85	-4,05	-0,25	6,35	77,56	284,31
Zahlungen Versicherungsfälle	31	425	26	69	496	3.348	12.650
Zinsaufwand	32	167	6	22	177	1.316	6.352
Zinszusatzreserve	30	384	7	55	392	3.034	12.482
Zuführung zur RfB	22	66	1	2	43	394	2.287
ZZR-Aufwand	29	30	-13	3	30	269	1.867

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	35	7,78%	4,73%	5,77%	8,10%	11,68%	13,23%
Garantie	30	4.616	204	670	4.677	37.339	192.586
Garantien und Optionen	35	5,90	0,01	0,06	9,85	101,23	147,06
HGB-DRSt ohne ZZR	28	4.656	205	663	4.631	35.814	187.799
HGB-DRSt ohne ZZR zzgl. FLV	30	5.464	481	898	5.784	40.221	192.702
HGB-Eigenkapital	30	157	17	31	157	1.001	2.456
Kapitalergebnis	31	194	8	24	204	1.563	8.900
latente Steuern	30	56	-1	6	68	467	2.625
Marktwert Kapitalanlagen	30	6.155	170	825	6.272	47.606	251.893
Marktwert-Bilanzsumme	31	7.148	671	1.051	7.768	50.207	261.204
nachhaltige Gesamtverzinsung	28	4,17%	2,19%	3,48%	4,14%	5,11%	6,20%
Nettoverzinsung	27	3,43%	2,44%	2,59%	3,39%	4,17%	4,48%
Passivduration	23	12,02	7,56	8,43	11,62	15,54	18,33
passivische Bewertungsreserven	26	423	-208	-44	315	3.535	7.695
Puffer	30	1.091	23	140	1.257	7.810	45.565
Sicherheitsmittel	30	1.416	51	199	1.507	9.936	55.897
Sicherheitsmittelquote	28	21,28%	5,72%	11,96%	21,12%	30,59%	35,15%
sonstige Aktiva	31	184	15	26	203	1.595	4.408
sonstige Passiva	36	307	24	41	480	2.559	7.818
verfügbare RfB	26	342	6	21	307	1.620	11.013
Zinsergebnis	25	27	-196	-28	20	286	2.549
zukünftige Aktionärgewinne	30	223	-6	23	272	1.868	10.501
zukünftige pass. vt. Überschüsse	26	658	4	27	501	5.139	9.777
zukünftige pass. Zinsüberschüsse	30	-234	-2.082	-1.397	-230	12	197
zukünftige Überschussbeteiligung	31	693	5	97	823	5.673	31.926
zukünftige Überschüsse	31	917	-1	123	1.095	7.541	42.427
ökonomische Eigenkapitalquote	28	4,88%	2,01%	3,01%	4,85%	7,39%	9,87%
ökonomisches Eigenkapital	29	324	28	44	324	2.471	10.332

Angaben in Mio. Euro bzw. in Prozent

¹ bei fallender Sortierung

² Quantil von 57 Versicherern