

Real Rate

Finanzstärkeanalyse

Gothaer Leben

10/2017



Wesentliche Ergebnisse

- Der faire Unternehmenswert beträgt 731 Mio. Euro.
- Die ökonomische Eigenkapitalquote beträgt 4,22%.
- Die Gesellschaft liegt damit auf Platz 41 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 Gothaer Leben untersucht. Hierzu wird die handelsrechtliche Bilanz der Gothaer Leben 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 400,90 Mio. Euro.

Aktiva	in Mio. Euro	Passiva	in Mio. Euro
Kapitalanlagen	15.014	HGB-Eigenkapital	401
Fondsgebundene LV	1.708	verfügbare RfB	436
Sonst. Aktiva	609	Deckungsrückstellung	13.929
		Fondsgebundene LV	1.708
		Sonst. Passiva	857
Aktiva	17.331	Passiva	17.331

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. 3,21%. Dieser wird mittels der Passivduration von ca. 8,9 auf den nachhaltigen Zins in Höhe von 1,68%, umbewertet. Unter Ansatz der bereits gestellten Zinszusatzreserve in Höhe von 860,62 Mio. Euro führt dies zu passivischen Zins-Bewertungsreserven von -928,02 Mio. Euro. Hinzu kommen passivische Bewertungsreserven aus Biometrie und Kosten in Höhe von 1.253 Mio. Euro. Die passivischen Bewertungsreserven betragen damit insgesamt 325,35 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 1.525 Mio. Euro.

Die Summe aus aktivischen und passivischen Bewertungsreserven beträgt insgesamt 1.850 Mio. Euro. Davon entfallen unter Anwendung der Mindestzuführungsverordnung 330,45 Mio. auf die Aktionärssphäre in Form von zukünftigen Aktionärgewinnen nach Steuern. Dies führt vom HGB-Eigenkapital zum ökonomischen Eigenkapital in der Marktwertbilanz. Die restlichen 1.520 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 21,91 Mio. Euro.

Aktiva	in Mio. Euro	Passiva	in Mio. Euro
Kapitalanlagen	16.538	ök. Eigenkapital	731
Fondsgebundene LV	1.708	Puffer	1.955
Sonst. Aktiva	609	Garantie	13.604
		Fondsgebundene LV	1.708
		Sonst. Passiva	857
Aktiva	18.856	Passiva	18.856

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 4,22%. Sie liegt 0,66%-Punkte unter dem Median von 4,88% und damit auf Rang 41 von 57 Lebensversicherern.

Komponente ök. EK	in Mio. Euro	in % der HGB-Bilanzsumme
HGB-Eigenkapital	400,90	2,31
zukünftige Aktionärgewinne	440,60	2,54
Steuern	-110,15	-0,64
ökonomisches Eigenkapital	731,35	4,22

Der faire Unternehmenswert der Gothaer Leben beträgt gemäß der RealRate-Analyse 731,35 Mio. Euro. Diesen Wert vergleichen wir mit der Angabe aus dem veröffentlichten Solvency and Financial Condition Report der Gothaer Leben: Die Basiseigenmittel - ohne Ansatz der Übergangsmaßnahme und der Volatilitätsanpassung - betragen dort 677,44 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 Gothaer Leben beträgt 11,28%.

Puffer-Komponente	in Mio. Euro	in % der HGB-Bilanzsumme
verfügbare RfB	436	2,51
Überschussbeteiligung	1.409	8,13
Steuern	110	0,64
Puffer	1.955	11,28

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 Gothaer Leben beträgt 15,50%.

Komponente Sicherheitsmittel	in Mio. Euro	in % der HGB-Bilanzsumme
HGB-Eigenkapital	401	2,31
verfügbare RfB	436	2,51
zukünftige Überschüsse	1.850	10,67
Sicherheitsmittel	2.687	15,50

Die nachhaltige Gesamtverzinsung, die im Mittel aus der künftigen Überschussbeteiligung finanzierbar ist, beträgt 4,42%. Davon beträgt der mittlere garantierte Rechnungszins 3,21%.

7 Die Stärken und Schwächen

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

Die größte Stärke der Gothaer 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 2,02% der HGB-Bilanzsumme. Im Vergleich zum Median des Marktes in Höhe von 1,70% der HGB-Bilanzsumme erhöht dies die ökonomische Eigenkapitalquote um 0,32 Prozentpunkte. Die weiteren Stärken sind die Größen "latente Steuern" und "nachrangige Verbindlichkeiten". Die größten Schwächen sind die Größen "zukünftige Überschüsse", "zukünftige Aktionärgewinne" und "aktive Bewertungsreserven".

Größe ⁰	Rang ¹	Gothaer	Markt ²	Effekt ³ ökonomische Eigenkapitalquote
Quote HGB-Eigenkapital ohne GR und.	18	2,02%	1,70%	0,32%
Quote latente Steuern	42	0,64%	0,95%	0,31%
Quote nachrangige Verbindlichkeiten.	19	0,29%	0,00%	0,29%
Quote HGB-Eigenkapital	25	2,31%	2,14%	0,17%
Quote Zahlungen Versicherungsfälle	10	9,49%	7,54%	0,17%
Passivduration	49	8,92	10,40	0,15%
Quote Zinszusatzreserve	20	4,97%	4,40%	0,14%
Bestandsabbaurate	9	11,13%	9,36%	0,13%
Quote zukünftige pass. Zinsübersch.	22	-5,35%	-5,96%	0,13%
Quote Risiko- und Übriges Ergebnis	24	0,81%	0,76%	0,10%
...
Quote sonstige Passiva	32	4,95%	5,45%	-0,00%
Quote zukünftige pass. vt. Übersch.	30	7,23%	7,23%	-0,00%
Quote freie RSt für Beitragsrücker.	38	1,67%	2,25%	-0,01%
Quote Schlussüberschussanteil-Fond.	52	0,84%	1,70%	-0,02%
Quote verfügbare RfB	49	2,51%	3,94%	-0,03%
Quote Fondsgebundene LV	16	9,86%	3,93%	-0,06%
mittlerer Tarifrechnungszins	21	3,21%	3,12%	-0,12%
Quote aktive Bewertungsreserve.	51	8,80%	12,95%	-0,94%
Quote zukünftige Aktionärgewinne	42	2,54%	3,80%	-0,94%
Quote zukünftige Überschüsse	42	10,67%	15,26%	-0,97%

⁰ Quote bezogen auf HGB-Bilanzsumme

¹ von 57 Versicherern bei fallender Sortierung

² Median

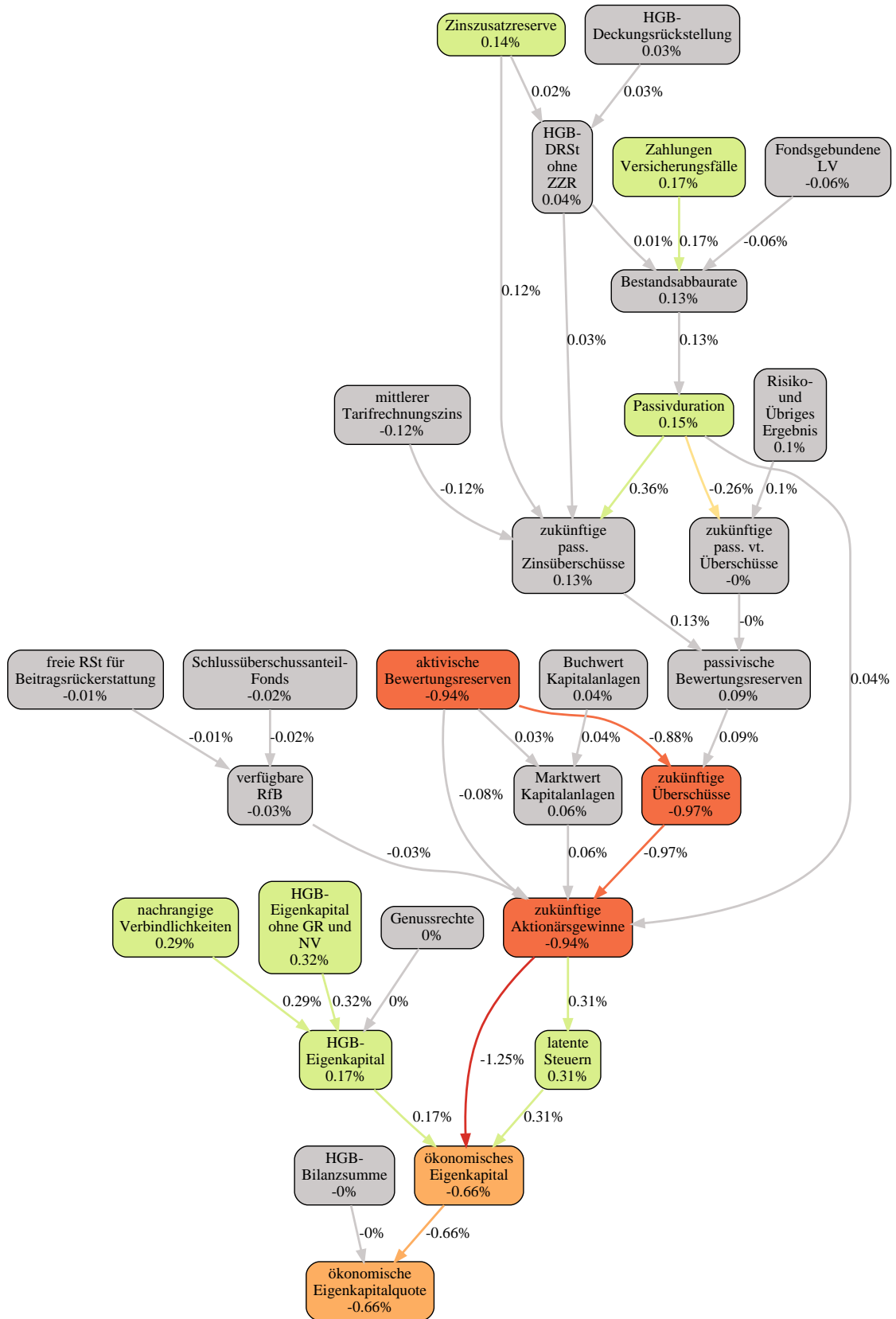
³ Änderung in Prozentpunkten

8 Ursachenanalyse

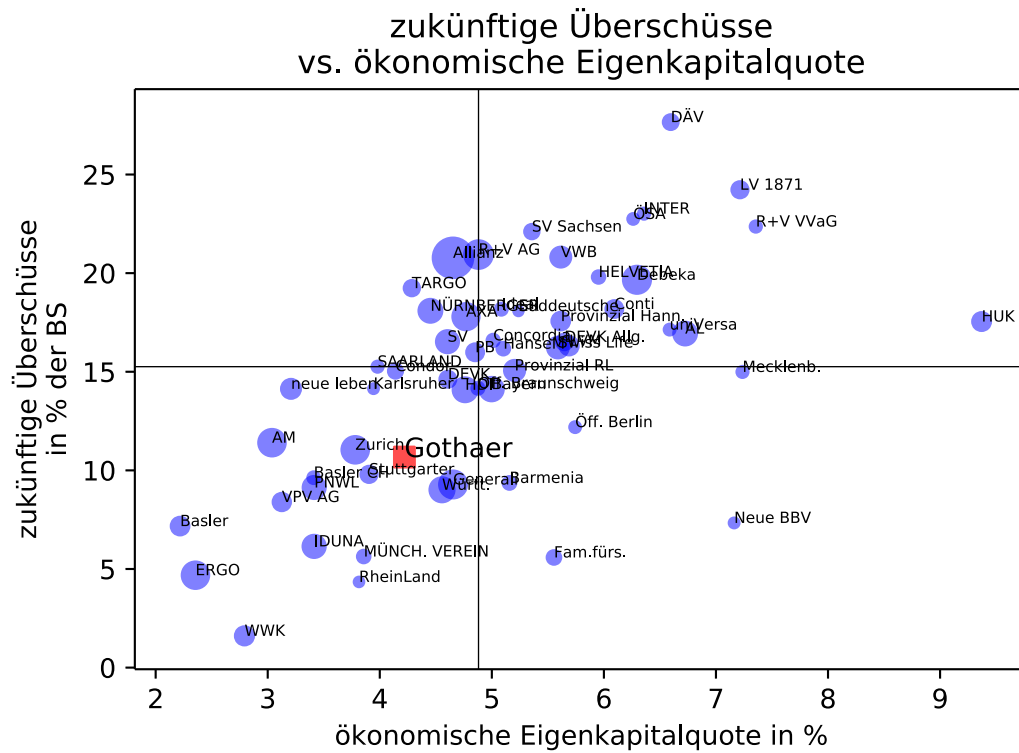
Die oben genannten Stärken und Schwächen im Vergleich zum Gesamtmarkt können im Rahmen des verwendeten Bewertungsmodells in ihren Wirkungszusammenhängen untersucht werden. Hierzu verwenden wir die anschauliche Darstellung als Graph. Die Größen werden in den Ovalen angegeben. Unter den Namen wird der 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 "nachrangige Verbindlichkeiten" wirken stark positiv und sind grün dargestellt. Zudem wird deutlich, welche anderen Größen sie beeinflussen. Hingegen wirken die Größen "zukünftige Überschüsse", "zukünftige Aktionärgewinne" und "aktive Bewertungsreserven" sehr negativ auf die ökonomische Eigenkapitalquote und sind rot eingefärbt. Insgesamt liegt die ökonomische Eigenkapitalquote 0,66%-Punkte unter dem Median des Marktes.

Ursachenanalyse



Die größte Schwäche der Gothaer Leben ist die Quote der Größe "zukünftige Überschüsse". Von den 57 Unternehmen liegt die Gesellschaft damit auf Rang 42. Der Wert beträgt 10,67% der HGB-Bilanzsumme. Im Vergleich zum Median des Marktes in Höhe von 15,26% der HGB-Bilanzsumme reduziert dies die ökonomische Eigenkapitalquote um 0,97 Prozentpunkte.



Die Korrelation zwischen den dargestellten Größen beträgt im Markt 0,60.

10 Zusammenfassung

Die wesentlichen Ergebnisse bezüglich der Finanzstärke und Risikotragfähigkeit der Gothaer 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 731 Mio. Euro.
- Die ökonomische Eigenkapitalquote beträgt 4,22%.
- Die Gesellschaft liegt damit auf Platz 41 von 57 deutschen Lebensversicherern.
- Größte Stärke: HGB-Eigenkapital ohne GR und NV
- Größte Schwäche: zukünftige Überschüsse

Risikotragfähigkeit

- Die Sicherheitsmittelquote beträgt 15,50%.
- Die Gesellschaft liegt damit auf Platz 44 von 57 deutschen Lebensversicherern.
- Die nachhaltige Gesamtverzinsung beträgt 4,42%.

11 Anhang: Die Daten

Nachfolgend ist dargestellt, wie die Gothaer 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	Gothaer	Min.	5% ²	50% ²	95% ²	Max.
aktivische Bewertungsreserven	20	1.525	52	99	905	8.189	46.357
Buchwert Kapitalanlagen	17	15.014	624	780	5.403	42.392	198.411
Direktgutschrift	20	12,08	0,00	0,00	1,96	147,89	312,79
Fondsgebundene LV	12	1.708	0	1	500	7.014	15.398
freie RSt für Beitragsrückerstattu.	19	290	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	17	17.331	720	901	7.115	46.401	209.525
HGB-Deckungsrückstellung	17	13.929	572	696	4.707	38.145	172.624
HGB-Eigenkapital ohne GR und NV	14	351	11	19	129	755	1.598
Jahresüberschuss nach Steuern und.	10	9,00	-4,20	-0,06	1,20	24,88	44,00
Jahresüberschuss vor Steuern und G.	6	53,95	-4,97	-1,56	9,11	73,66	504,75
Kapitalanlage-Aufwendungen	7	139	0	1	21	158	1.290
Kapitalanlage-Erträge	14	853	29	37	293	1.867	9.711
mittlerer Tarifrchnungszins	21	3,21%	1,86%	2,51%	3,12%	3,65%	3,78%
nachrangige Verbindlichkeiten	15	50,00	0,00	0,00	0,00	329,52	888,17
Risiko- und Übriges Ergebnis	12	140,50	-44,04	3,11	35,22	409,71	755,08
Rohüberschuss	16	138	-1	2	55	448	2.785
Schlussüberschussanteil-Fonds	25	146	0	14	100	853	3.677
Steuern	3	44,95	-31,77	-11,47	3,17	31,83	94,75
Zahlungen Versicherungsfälle	15	1.645	56	91	503	3.602	13.507
Zinsaufwand	16	717	13	34	212	1.660	6.391
Zinszusatzreserve	17	861	5	41	272	2.057	7.941
Zuführung zur RfB	15	72	0	2	34	222	2.178
ZZR-Aufwand	14	298	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	Gothaer	Min.	5% ²	50% ²	95% ²	Max.
Bestandsabbaurate	9	11,13%	5,25%	7,02%	9,36%	14,26%	27,30%
Garantie	17	13.604	557	720	4.609	41.173	175.449
Garantien und Optionen	8	21,91	0,00	0,03	3,05	67,35	139,45
HGB-DRSt ohne ZZR	16	13.068	551	652	4.434	36.485	164.683
HGB-DRSt ohne ZZR zzgl. FLV	17	14.776	551	777	5.990	38.483	169.516
HGB-Eigenkapital	15	401	11	24	139	953	1.598
Kapitalergebnis	17	715	29	34	257	1.729	8.420
latente Steuern	17	110	-2	4	56	481	2.717
Marktwert Kapitalanlagen	18	16.538	676	857	6.337	50.180	244.768
Marktwert-Bilanzsumme	18	18.856	821	965	7.442	52.569	255.882
nachhaltige Gesamtverzinsung	30	4,42%	2,96%	3,72%	4,51%	5,44%	8,04%
Nettoverzinsung	16	4,76%	3,12%	3,33%	4,28%	5,08%	5,33%
Passivduration	49	8,92	4,07	7,16	10,40	13,41	17,26
passivische Bewertungsreserven	15	325	-6.977	-896	32	1.574	2.389
Puffer	19	1.955	58	141	1.160	8.181	46.287
Sicherheitsmittel	19	2.687	89	176	1.373	10.345	56.037
Sicherheitsmittelquote	44	15,50%	6,91%	11,47%	22,08%	29,27%	33,52%
sonstige Aktiva	15	609	25	27	218	1.516	6.282
sonstige Passiva	20	857	34	54	449	2.588	19.564
verfügbare RfB	22	436	15	39	295	1.800	10.906
Zinsergebnis	43	-3	-409	-42	15	175	2.030
zukünftige Aktionärsgewinne	17	441	-16	15	224	1.924	10.868
zukünftige pass. vt. Überschüsse	14	1.253	-473	32	360	4.514	9.059
zukünftige pass. Zinsüberschüsse	40	-928	-11.884	-3.654	-462	-28	22
zukünftige Überschussbeteiligung	19	1.409	34	97	715	5.789	32.664
zukünftige Überschüsse	19	1.850	35	128	954	7.713	43.532
ökonomische Eigenkapitalquote	41	4,22%	2,22%	2,99%	4,88%	7,22%	9,37%
ökonomisches Eigenkapital	20	731	31	53	289	2.218	9.750

Angaben in Mio. Euro bzw. in Prozent

¹ bei fallender Sortierung

² Quantil von 57 Versicherern