

# Real Rate

## Finanzstärkeanalyse

### Continentale Leben

10/2017



### Wesentliche Ergebnisse

- Der faire Unternehmenswert beträgt 434 Mio. Euro.
- Die ökonomische Eigenkapitalquote beträgt 6,09%.
- Die Gesellschaft liegt damit auf Platz 12 von 57 deutschen Lebensversicherern.
- Größte Stärke: zukünftige pass. vt. Überschüsse
- 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 Continentale Leben untersucht. Hierzu wird die handelsrechtliche Bilanz der Continentale 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 Anhangangaben 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 192,07 Mio. Euro.

Aktiva	in Mio. Euro	Passiva	in Mio. Euro
Kapitalanlagen	5.069	HGB-Eigenkapital	192
Fondsgebundene LV	1.845	verfügbare RfB	330
Sonst. Aktiva	202	Deckungsrückstellung	4.411
		Fondsgebundene LV	1.845
		Sonst. Passiva	337
Aktiva	7.115	Passiva	7.115

## 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. 12,5 auf den nachhaltigen Zins in Höhe von 1,68%, umbewertet. Unter Ansatz der bereits gestellten Zinszusatzreserve in Höhe von 264,90 Mio. Euro führt dies zu passivischen Zins-Bewertungsreserven von -533,50 Mio. Euro. Hinzu kommen passivische Bewertungsreserven aus Biometrie und Kosten in Höhe von 1.501 Mio. Euro. Die passivischen Bewertungsreserven betragen damit insgesamt 967,27 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 326,38 Mio. Euro.

Die Summe aus aktivischen und passivischen Bewertungsreserven beträgt insgesamt 1.294 Mio. Euro. Davon entfallen unter Anwendung der Mindestzuführungsverordnung 241,47 Mio. auf die Aktionärssphäre in Form von zukünftigen Aktionärgewinnen nach Steuern. Dies führt vom HGB-Eigenkapital zum ökonomischen Eigenkapital in der Marktwertbilanz. Die restlichen 1.052 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 1,46 Mio. Euro.

Aktiva	in Mio. Euro	Passiva	in Mio. Euro
Kapitalanlagen	5.395	ök. Eigenkapital	434
Fondsgebundene LV	1.845	Puffer	1.383
Sonst. Aktiva	202	Garantie	3.443
		Fondsgebundene LV	1.845
		Sonst. Passiva	337
<b>Aktiva</b>	<b>7.442</b>	<b>Passiva</b>	<b>7.442</b>

## 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 6,09%. Sie liegt 1,21%-Punkte über dem Median von 4,88% und damit auf Rang 12 von 57 Lebensversicherern.

Komponente ök. EK	in Mio. Euro	in % der HGB-Bilanzsumme
HGB-Eigenkapital	192,07	2,70
zukünftige Aktionärgewinne	321,96	4,52
Steuern	-80,49	-1,13
<b>ökonomisches Eigenkapital</b>	<b>433,53</b>	<b>6,09</b>

Der faire Unternehmenswert der Continentale Leben beträgt gemäß der RealRate-Analyse 433,53 Mio. Euro. Diesen Wert vergleichen wir mit der Angabe aus dem veröffentlichten Solvency and Financial Condition Report der Continentale Leben: Die Basiseigenmittel - ohne Ansatz der Übergangsmaßnahme und der Volatilitätsanpassung - betragen dort 781,24 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 Continentale Leben beträgt 19,43%.

Puffer-Komponente	in Mio. Euro	in % der HGB-Bilanzsumme
verfügbare RfB	330	4,64
Überschussbeteiligung	972	13,66
Steuern	80	1,13
Puffer	1.383	19,43

## 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 Continentale Leben beträgt 25,52%.

Komponente Sicherheitsmittel	in Mio. Euro	in % der HGB-Bilanzsumme
HGB-Eigenkapital	192	2,70
verfügbare RfB	330	4,64
zukünftige Überschüsse	1.294	18,18
Sicherheitsmittel	1.816	25,52

Die nachhaltige Gesamtverzinsung, die im Mittel aus der künftigen Überschussbeteiligung finanzierbar ist, beträgt 5,08%. Davon beträgt der mittlere garantierte Rechnungszins 3,21%.

## 7 Die Stärken und Schwächen

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

Die größte Stärke der Continentale Leben ist die Quote der Größe "zukünftige pass. vt. Überschüsse". Von den 57 Unternehmen liegt die Gesellschaft damit auf Rang 2. Der Wert beträgt 21,09% der HGB-Bilanzsumme. Im Vergleich zum Median des Marktes in Höhe von 7,23% der HGB-Bilanzsumme erhöht dies die ökonomische Eigenkapitalquote um 2,65 Prozentpunkte. Die weiteren Stärken sind die Größen "passivische Bewertungsreserven" und "Risiko- und Übriges Ergebnis". Die größten Schwächen sind die Größen "aktivische Bewertungsreserven", "zukünftige pass. Zinsüberschüsse" und "latente Steuern".

Größe <sup>0</sup>	Rang <sup>1</sup>	Conti	Markt <sup>2</sup>	Effekt <sup>3</sup> ökonomische Eigenkapitalquote
Quote zukünftige pass. vt. Übersch.	2	21,09%	7,23%	2,65%
Quote passivische Bewertungsreserv.	2	13,59%	1,46%	2,32%
Quote Risiko- und Übriges Ergebnis	2	1,68%	0,76%	2,22%
Quote nachrangige Verbindlicheite.	12	0,84%	0,00%	0,84%
Quote zukünftige Überschüsse	13	18,18%	15,26%	0,56%
Quote HGB-Eigenkapital	15	2,70%	2,14%	0,56%
Quote zukünftige Aktionärsgewinne	13	4,52%	3,80%	0,55%
Quote Fondsgebundene LV	5	25,93%	3,93%	0,42%
Bestandsabbaurate	50	7,58%	9,36%	0,38%
Quote HGB-Deckungsrückstellung	53	61,99%	81,27%	0,34%
...	...	...	...	...
Quote HGB-DRSt ohne ZZR zzgl. FLV	25	84,19%	83,24%	0,00%
Quote Garantien und Optionen	36	0,02%	0,03%	-0,00%
Quote sonstige Aktiva	41	2,83%	3,20%	-0,00%
Quote sonstige Passiva	36	4,74%	5,45%	-0,00%
Quote Schlussüberschussanteil-Fond.	40	1,38%	1,70%	-0,00%
mittlerer Tarifrechnungszins	20	3,21%	3,12%	-0,12%
Quote Zinszusatzreserve	41	3,72%	4,40%	-0,14%
Quote latente Steuern	13	1,13%	0,95%	-0,18%
Quote zukünftige pass. Zinsübersch.	38	-7,50%	-5,96%	-0,29%
Quote aktivische Bewertungsreserve.	56	4,59%	12,95%	-1,63%

<sup>0</sup> Quote bezogen auf HGB-Bilanzsumme

<sup>1</sup> von 57 Versicherern bei fallender Sortierung

<sup>2</sup> Median

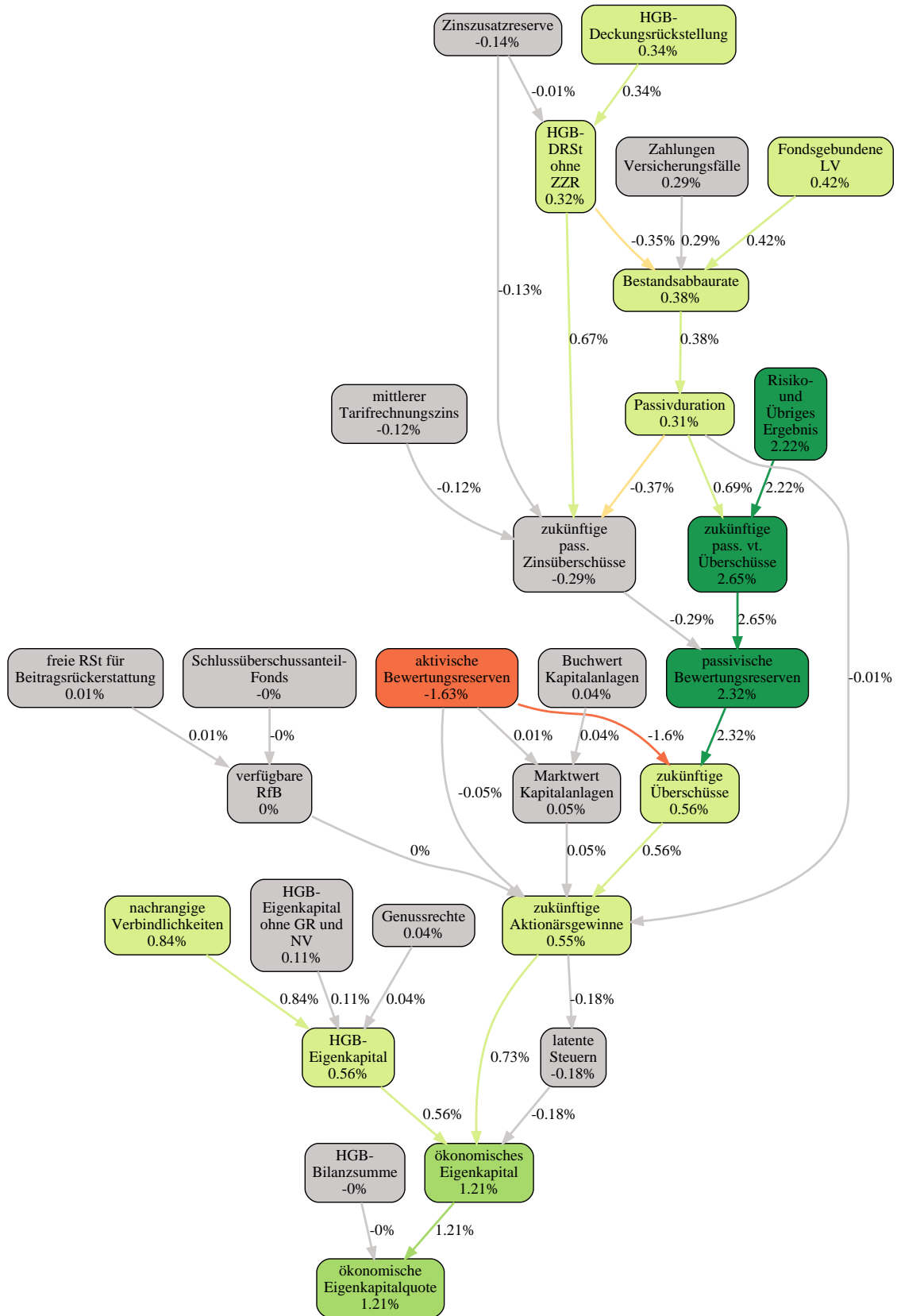
<sup>3</sup> Änderung in Prozentpunkten

## 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 pass. vt. Überschüsse", "passivische Bewertungsreserven" und "Risiko- und Übriges Ergebnis" wirken stark positiv und sind grün dargestellt. Zudem wird deutlich, welche anderen Größen sie beeinflussen. Hingegen wirken die Größen "aktivische Bewertungsreserven", "zukünftige pass. Zinsüberschüsse" und "latente Steuern" sehr negativ auf die ökonomische Eigenkapitalquote und sind rot eingefärbt. Insgesamt liegt die ökonomische Eigenkapitalquote 1,21%-Punkte über dem Median des Marktes.

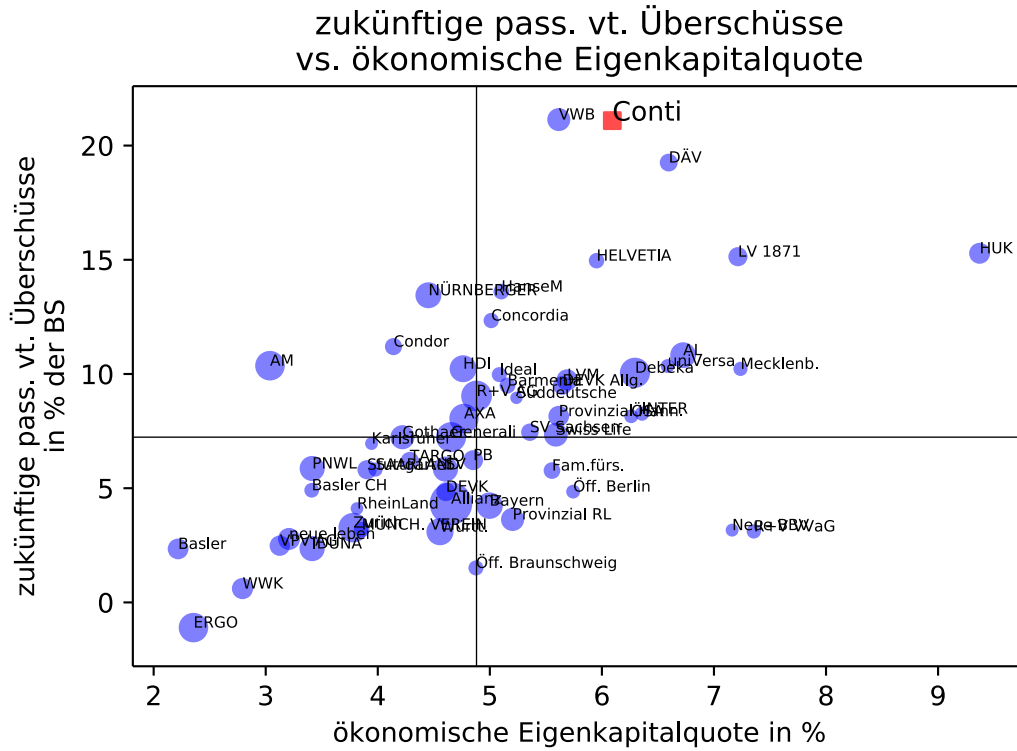
# Ursachenanalyse





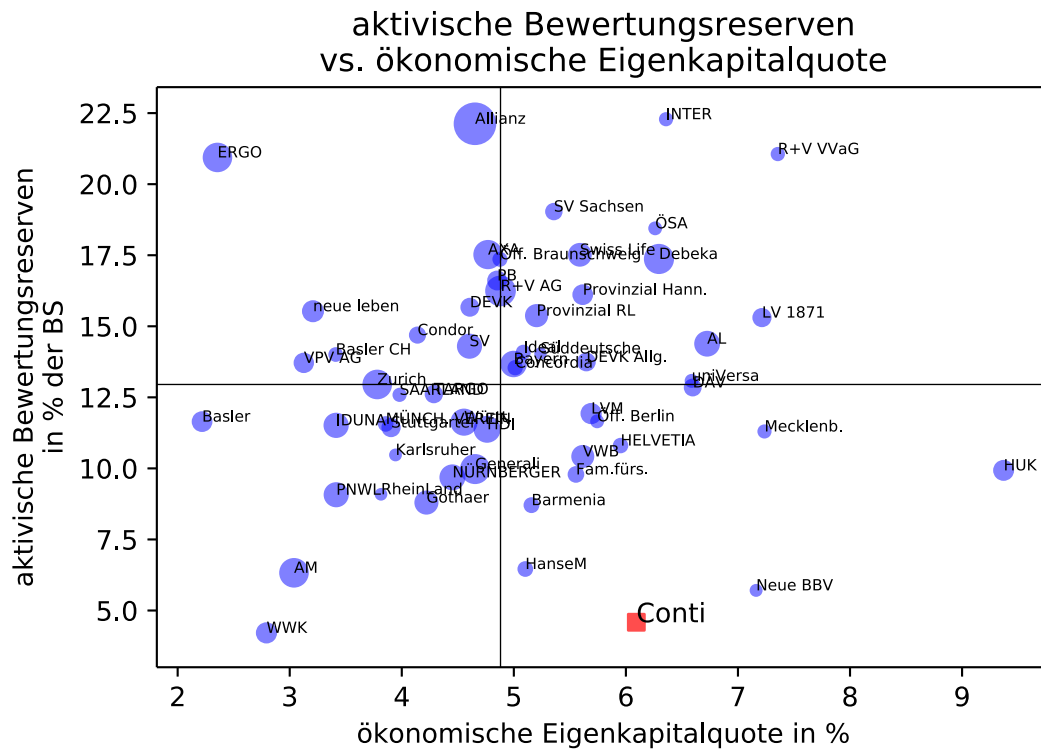
## 9 Marktvergleich

Die größte Stärke der Continentale Leben ist die Quote der Größe "zukünftige pass. vt. Überschüsse". Von den 57 Unternehmen liegt die Gesellschaft damit auf Rang 2. Der Wert beträgt 21,09% der HGB-Bilanzsumme. Im Vergleich zum Median des Marktes in Höhe von 7,23% der HGB-Bilanzsumme erhöht dies die ökonomische Eigenkapitalquote um 2,65 Prozentpunkte.



Die Korrelation zwischen den dargestellten Größen beträgt im Markt 0,54.

Die größte Schwäche der Continentale Leben ist die Quote der Größe "aktive Bewertungsreserven". Von den 57 Unternehmen liegt die Gesellschaft damit auf Rang 56. Der Wert beträgt 4,59% der HGB-Bilanzsumme. Im Vergleich zum Median des Marktes in Höhe von 12,95% der HGB-Bilanzsumme reduziert dies die ökonomische Eigenkapitalquote um 1,63 Prozentpunkte.



Die Korrelation zwischen den dargestellten Größen beträgt im Markt 0,11.

## 10 Zusammenfassung

Die wesentlichen Ergebnisse bezüglich der Finanzstärke und Risikotragfähigkeit der Continentale 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 434 Mio. Euro.
- Die ökonomische Eigenkapitalquote beträgt 6,09%.
- Die Gesellschaft liegt damit auf Platz 12 von 57 deutschen Lebensversicherern.
- Größte Stärke: zukünftige pass. vt. Überschüsse
- Größte Schwäche: aktivische Bewertungsreserven

### Risikotragfähigkeit

- Die Sicherheitsmittelquote beträgt 25,52%.
- Die Gesellschaft liegt damit auf Platz 14 von 57 deutschen Lebensversicherern.
- Die nachhaltige Gesamtverzinsung beträgt 5,08%.

## 11 Anhang: Die Daten

Nachfolgend ist dargestellt, wie die Continentale 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 <sup>1</sup>	Conti	Min.	5% <sup>2</sup>	50% <sup>2</sup>	95% <sup>2</sup>	Max.
aktivische Bewertungsreserven	38	326	52	99	905	8.189	46.357
Buchwert Kapitalanlagen	33	5.069	624	780	5.403	42.392	198.411
Direktgutschrift	8	71,67	0,00	0,00	1,96	147,89	312,79
Fondsgebundene LV	10	1.845	0	1	500	7.014	15.398
freie RSt für Beitragsrückerstattu.	23	232	6	18	166	1.071	7.230
Genussrechte	4	3,07	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	29	7.115	720	901	7.115	46.401	209.525
HGB-Deckungsrückstellung	30	4.411	572	696	4.707	38.145	172.624
HGB-Eigenkapital ohne GR und NV	29	129	11	19	129	755	1.598
Jahresüberschuss nach Steuern und.	11	7,00	-4,20	-0,06	1,20	24,88	44,00
Jahresüberschuss vor Steuern und G.	24	13,16	-4,97	-1,56	9,11	73,66	504,75
Kapitalanlage-Aufwendungen	39	8	0	1	21	158	1.290
Kapitalanlage-Erträge	33	226	29	37	293	1.867	9.711
mittlerer Tarifrechnungszins	20	3,21%	1,86%	2,51%	3,12%	3,65%	3,78%
nachrangige Verbindlichkeiten	12	60,00	0,00	0,00	0,00	329,52	888,17
Risiko- und Übriges Ergebnis	16	119,65	-44,04	3,11	35,22	409,71	755,08
Rohüberschuss	18	129	-1	2	55	448	2.785
Schlussüberschussanteil-Fonds	30	98	0	14	100	853	3.677
Steuern	21	6,16	-31,77	-11,47	3,17	31,83	94,75
Zahlungen Versicherungsfälle	31	454	56	91	503	3.602	13.507
Zinsaufwand	30	209	13	34	212	1.660	6.391
Zinszusatzreserve	30	265	5	41	272	2.057	7.941
Zuführung zur RfB	23	44	0	2	34	222	2.178
ZZR-Aufwand	29	76	2	11	76	524	1.978

Angaben in Mio. Euro bzw. in Prozent

<sup>1</sup> bei fallender Sortierung

<sup>2</sup> Quantil von 57 Versicherern

## Output-Variablen

Größe	Rang <sup>1</sup>	Conti	Min.	5% <sup>2</sup>	50% <sup>2</sup>	95% <sup>2</sup>	Max.
Bestandsabbaurate	50	7,58%	5,25%	7,02%	9,36%	14,26%	27,30%
Garantie	33	3.443	557	720	4.609	41.173	175.449
Garantien und Optionen	37	1,46	0,00	0,03	3,05	67,35	139,45
HGB-DRSt ohne ZZR	31	4.146	551	652	4.434	36.485	164.683
HGB-DRSt ohne ZZR zzgl. FLV	29	5.990	551	777	5.990	38.483	169.516
HGB-Eigenkapital	25	192	11	24	139	953	1.598
Kapitalergebnis	32	218	29	34	257	1.729	8.420
latente Steuern	25	80	-2	4	56	481	2.717
Marktwert Kapitalanlagen	33	5.395	676	857	6.337	50.180	244.768
Marktwert-Bilanzsumme	29	7.442	821	965	7.442	52.569	255.882
nachhaltige Gesamtverzinsung	9	5,08%	2,96%	3,72%	4,51%	5,44%	8,04%
Nettoverzinsung	26	4,30%	3,12%	3,33%	4,28%	5,08%	5,33%
Passivduration	8	12,54	4,07	7,16	10,40	13,41	17,26
passivische Bewertungsreserven	6	967	-6.977	-896	32	1.574	2.389
Puffer	26	1.383	58	141	1.160	8.181	46.287
Sicherheitsmittel	26	1.816	89	176	1.373	10.345	56.037
Sicherheitsmittelquote	14	25,52%	6,91%	11,47%	22,08%	29,27%	33,52%
sonstige Aktiva	30	202	25	27	218	1.516	6.282
sonstige Passiva	35	337	34	54	449	2.588	19.564
verfügbare RfB	27	330	15	39	295	1.800	10.906
Zinsergebnis	33	9	-409	-42	15	175	2.030
zukünftige Aktionärgewinne	25	322	-16	15	224	1.924	10.868
zukünftige pass. vt. Überschüsse	11	1.501	-473	32	360	4.514	9.059
zukünftige pass. Zinsüberschüsse	33	-533	-11.884	-3.654	-462	-28	22
zukünftige Überschussbeteiligung	26	972	34	97	715	5.789	32.664
zukünftige Überschüsse	26	1.294	35	128	954	7.713	43.532
ökonomische Eigenkapitalquote	12	6,09%	2,22%	2,99%	4,88%	7,22%	9,37%
ökonomisches Eigenkapital	25	434	31	53	289	2.218	9.750

Angaben in Mio. Euro bzw. in Prozent

<sup>1</sup> bei fallender Sortierung

<sup>2</sup> Quantil von 57 Versicherern