

Real Rate

Finanzstärkeanalyse

Gothaer Leben

10/2019



Wesentliche Ergebnisse

- Der faire Unternehmenswert beträgt 779 Mio. Euro.
- Die ökonomische Eigenkapitalquote beträgt 4,47%.
- Die Gesellschaft liegt damit auf Platz 37 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 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 447,90 Mio. Euro.

Aktiva	in Mio. Euro	Passiva	in Mio. Euro
Kapitalanlagen	15.303	HGB-Eigenkapital	448
Fondsgebundene LV	1.699	verfügbare RfB	413
Sonst. Aktiva	417	Deckungsrückstellung	14.085
		Fondsgebundene LV	1.699
		Sonst. Passiva	774
Aktiva	17.419	Passiva	17.419

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. 3,09%. Dieser wird mittels der Passivduration von ca. 10,1 auf den nachhaltigen Zins in Höhe von 1,83%, umbewertet. Unter Ansatz der bereits gestellten Zinszusatzreserve in Höhe von 1.170 Mio. Euro führt dies zu passivischen Zins-Bewertungsreserven von -464,19 Mio. Euro. Hinzu kommen passivische Bewertungsreserven aus Biometrie und Kosten in Höhe von 1.417 Mio. Euro. Die passivischen Bewertungsreserven betragen damit insgesamt 953,11 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 993,98 Mio. Euro.

Die Summe aus aktivischen und passivischen Bewertungsreserven beträgt insgesamt 1.947 Mio. Euro. Davon entfallen unter Anwendung der Mindestzuführungsverordnung 330,71 Mio. auf die Aktionärssphäre in Form von zukünftigen Aktionärgewinnen nach Steuern. Dies führt vom HGB-Eigenkapital zum ökonomischen Eigenkapital in der Marktwertbilanz. Die restlichen 1.616 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 45,82 Mio. Euro.

Aktiva	in Mio. Euro	Passiva	in Mio. Euro
Kapitalanlagen	16.297	ök. Eigenkapital	779
Fondsgebundene LV	1.699	Puffer	2.029
Sonst. Aktiva	417	Garantie	13.132
		Fondsgebundene LV	1.699
		Sonst. Passiva	774
Aktiva	18.413	Passiva	18.413

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 4,47%. Sie liegt 0,38%-Punkte unter dem Median von 4,85% und damit auf Rang 37 von 57 Lebensversicherern.

Komponente ök. EK	in Mio. Euro	in % der HGB-Bilanzsumme
HGB-Eigenkapital	447,90	2,57
zukünftige Aktionärgewinne	440,95	2,53
Steuern	-110,24	-0,63
ökonomisches Eigenkapital	778,61	4,47

Der faire Unternehmenswert der Gothaer Leben beträgt gemäß der RealRate-Analyse 778,61 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 1.351 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 11,65%.

Puffer-Komponente	in Mio. Euro	in % der HGB-Bilanzsumme
verfügbare RfB	413	2,37
Überschussbeteiligung	1.506	8,65
Steuern	110	0,63
Puffer	2.029	11,65

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 16,12%.

Komponente Sicherheitsmittel	in Mio. Euro	in % der HGB-Bilanzsumme
HGB-Eigenkapital	448	2,57
verfügbare RfB	413	2,37
zukünftige Überschüsse	1.947	11,18
Sicherheitsmittel	2.808	16,12

Die nachhaltige Gesamtverzinsung, die im Mittel aus der künftigen Überschussbeteiligung finanzierbar ist, beträgt 4,25%. Davon beträgt der mittlere garantierte Rechnungszins 3,09%.

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 20. Der Wert beträgt 2,28% der HGB-Bilanzsumme. Im Vergleich zum Median des Marktes in Höhe von 1,78% der HGB-Bilanzsumme erhöht dies die ökonomische Eigenkapitalquote um 0,51 Prozentpunkte. Die weiteren Stärken sind die Größen "Risiko- und Übriges Ergebnis" und "nachrangige Verbindlichkeiten". Die größten Schwächen sind die Größen "zukünftige Überschüsse", "aktive Bewertungsreserven" und "zukünftige Aktionärgewinne".

Größe ⁰	Rang ¹	Gothaer	Markt ²	Effekt ³ ökonomische Eigenkapitalquote
Quote HGB-Eigenkapital ohne GR und.	20	2,28%	1,78%	0,51%
Quote Risiko- und Übriges Ergebnis	24	0,81%	0,68%	0,30%
Quote nachrangige Verbindlichkeiten.	22	0,29%	0,00%	0,29%
Quote latente Steuern	41	0,63%	0,87%	0,23%
Passivduration	47	10,06	11,62	0,11%
Quote HGB-Eigenkapital	26	2,57%	2,46%	0,11%
Quote Zahlungen Versicherungsfälle	8	8,01%	6,73%	0,10%
Bestandsabbaurate	11	9,55%	8,10%	0,10%
Quote HGB-Deckungsrückstellung	32	80,86%	83,04%	0,08%
Quote Marktwert Kapitalanlagen	42	93,56%	100,99%	0,08%
...
Quote sonstige Passiva	30	4,44%	4,61%	-0,00%
Quote freie RSt für Beitragsrücker.	31	1,86%	1,89%	-0,00%
Quote zukünftige pass. Zinsübersch.	32	-2,66%	-2,62%	-0,01%
Quote Schlussüberschussanteil-Fond.	54	0,52%	1,39%	-0,04%
Quote Fondsgebundene LV	17	9,76%	4,61%	-0,04%
Quote verfügbare RfB	48	2,37%	3,68%	-0,05%
mittlerer Tarifrechnungszins	18	3,09%	2,94%	-0,26%
Quote zukünftige Aktionärgewinne	41	2,53%	3,46%	-0,70%
Quote aktive Bewertungsreserve.	45	5,71%	8,43%	-0,70%
Quote zukünftige Überschüsse	44	11,18%	14,44%	-0,74%

⁰ Quote bezogen auf HGB-Bilanzsumme

¹ von 57 Versicherern bei fallender Sortierung

² Median

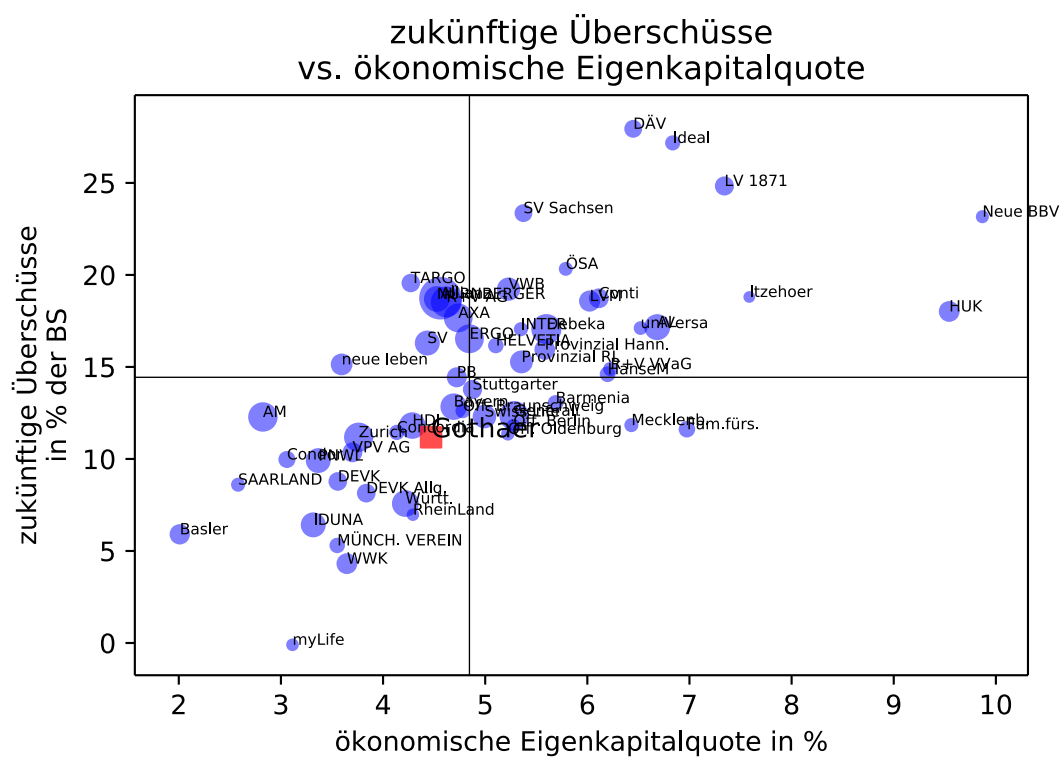
³ Änderung in Prozentpunkten

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 "nachrangige Verbindlichkeiten" wirken stark positiv und sind grün dargestellt. Zudem wird deutlich, welche anderen Größen sie beeinflussen. Hingegen wirken die Größen "zukünftige Überschüsse", "aktive Bewertungsreserven" und "zukünftige Aktionärsgewinne" sehr negativ auf die ökonomische Eigenkapitalquote und sind rot eingefärbt. Insgesamt liegt die ökonomische Eigenkapitalquote 0,38%-Punkte unter dem Median des Marktes.

Die größte Schwäche der Gothaer Leben ist die Quote der Größe "zukünftige Überschüsse". Von den 57 Unternehmen liegt die Gesellschaft damit auf Rang 44. Der Wert beträgt 11,18% der HGB-Bilanzsumme. Im Vergleich zum Median des Marktes in Höhe von 14,44% der HGB-Bilanzsumme reduziert dies die ökonomische Eigenkapitalquote um 0,74 Prozentpunkte.



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

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 779 Mio. Euro.
- Die ökonomische Eigenkapitalquote beträgt 4,47%.
- Die Gesellschaft liegt damit auf Platz 37 von 57 deutschen Lebensversicherern.
- Größte Stärke: HGB-Eigenkapital ohne GR und NV
- Größte Schwäche: zukünftige Überschüsse

Risikotragfähigkeit

- Die Sicherheitsmittelquote beträgt 16,12%.
- Die Gesellschaft liegt damit auf Platz 41 von 57 deutschen Lebensversicherern.
- Die nachhaltige Gesamtverzinsung beträgt 4,25%.

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	21	994	-9	69	573	5.360	34.732
Buchwert Kapitalanlagen	18	15.303	179	786	5.662	43.049	217.161
Direktgutschrift	17	5,90	0,00	0,00	0,60	122,33	307,99
Fondsgebundene LV	12	1.699	0	2	590	6.699	15.628
freie RSt für Beitragsrückerstattu.	16	323	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	17	17.419	595	1.019	7.678	46.958	226.472
HGB-Deckungsrückstellung	18	14.085	211	717	5.040	38.783	200.281
HGB-Eigenkapital ohne GR und NV	12	398	15	23	137	759	2.456
Jahresüberschuss nach Steuern und.	5	25,00	-130,00	-0,00	1,30	28,40	692,00
Jahresüberschuss vor Steuern und G.	15	36,42	0,02	0,88	16,95	121,18	849,60
Kapitalanlage-Aufwendungen	13	116,93	0,34	1,47	37,00	284,01	536,32
Kapitalanlage-Erträge	18	593	10	34	266	1.656	9.436
mittlerer Tarifrrechnungs zins	18	3,09%	1,61%	2,14%	2,94%	3,51%	3,70%
nachrangige Verbindlichkeiten	15	50,00	0,00	0,00	0,00	329,52	888,17
Risiko- und Übriges Ergebnis	14	140,87	0,45	2,80	38,60	409,58	702,42
Rohüberschuss	18	152	2	6	76	629	3.251
Schlussüberschussanteil-Fonds	31	90	2	12	94	746	3.157
Steuern	21	11,42	-4,05	-0,25	6,35	77,56	284,31
Zahlungen Versicherungsfälle	17	1.396	26	69	496	3.348	12.650
Zinsaufwand	18	465	6	22	177	1.316	6.352
Zinszusatzreserve	17	1.170	7	55	392	3.034	12.482
Zuführung zur RfB	16	109	1	2	43	394	2.287
ZZR-Aufwand	20	66	-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	Gothaer	Min.	5% ²	50% ²	95% ²	Max.
Bestandsabbaurate	11	9,55%	4,73%	5,77%	8,10%	11,68%	13,23%
Garantie	17	13.132	204	670	4.677	37.339	192.586
Garantien und Optionen	8	45,82	0,01	0,06	9,85	101,23	147,06
HGB-DRSt ohne ZZR	18	12.915	205	663	4.631	35.814	187.799
HGB-DRSt ohne ZZR zzgl. FLV	17	14.615	481	898	5.784	40.221	192.702
HGB-Eigenkapital	15	448	17	31	157	1.001	2.456
Kapitalergebnis	19	476	8	24	204	1.563	8.900
latente Steuern	19	110	-1	6	68	467	2.625
Marktwert Kapitalanlagen	18	16.297	170	825	6.272	47.606	251.893
Marktwert-Bilanzsumme	18	18.413	671	1.051	7.768	50.207	261.204
nachhaltige Gesamtverzinsung	23	4,25%	2,19%	3,48%	4,14%	5,11%	6,20%
Nettoverzinsung	42	3,11%	2,44%	2,59%	3,39%	4,17%	4,48%
Passivduration	47	10,06	7,56	8,43	11,62	15,54	18,33
passivische Bewertungsreserven	17	953	-208	-44	315	3.535	7.695
Puffer	19	2.029	23	140	1.257	7.810	45.565
Sicherheitsmittel	19	2.808	51	199	1.507	9.936	55.897
Sicherheitsmittelquote	41	16,12%	5,72%	11,96%	21,12%	30,59%	35,15%
sonstige Aktiva	19	417	15	26	203	1.595	4.408
sonstige Passiva	22	774	24	41	480	2.559	7.818
verfügbare RfB	21	413	6	21	307	1.620	11.013
Zinsergebnis	36	11	-196	-28	20	286	2.549
zukünftige Aktionärgewinne	19	441	-6	23	272	1.868	10.501
zukünftige pass. vt. Überschüsse	18	1.417	4	27	501	5.139	9.777
zukünftige pass. Zinsüberschüsse	40	-464	-2.082	-1.397	-230	12	197
zukünftige Überschussbeteiligung	19	1.506	5	97	823	5.673	31.926
zukünftige Überschüsse	19	1.947	-1	123	1.095	7.541	42.427
ökonomische Eigenkapitalquote	37	4,47%	2,01%	3,01%	4,85%	7,39%	9,87%
ökonomisches Eigenkapital	19	779	28	44	324	2.471	10.332

Angaben in Mio. Euro bzw. in Prozent

¹ bei fallender Sortierung

² Quantil von 57 Versicherern