

Real Rate

Finanzstärkeanalyse

Gothaer Leben

10/2015



Wesentliche Ergebnisse

- Der faire Unternehmenswert beträgt 607 Mio. Euro.
- Die ökonomische Eigenkapitalquote beträgt 3,51%.
- Die Gesellschaft liegt damit auf Platz 46 von 58 deutschen Lebensversicherern.
- Größte Stärke: latente Steuern
- 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 2014 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 361,90 Mio. Euro.

Aktiva	in Mio. Euro	Passiva	in Mio. Euro
Kapitalanlagen	15.090	HGB-Eigenkapital	362
Fondsgebundene LV	1.534	verfügbare RfB	567
Sonst. Aktiva	652	Deckungsrückstellung	13.819
		Fondsgebundene LV	1.534
		Sonst. Passiva	994
Aktiva	17.276	Passiva	17.276

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. 3,33%. Dieser wird mittels der Passivduration von ca. 9,4 auf den nachhaltigen Zins in Höhe von 1,82%, umbewertet. Unter Ansatz der bereits gestellten Zinszusatzreserve in Höhe von 359,00 Mio. Euro führt dies zu passivischen Zins-Bewertungsreserven von -1.542 Mio. Euro. Hinzu kommen passivische Bewertungsreserven aus Biometrie und Kosten in Höhe von 1.118 Mio. Euro. Die passivischen Bewertungsreserven betragen damit insgesamt -424,07 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 1.857 Mio. Euro.

Die Summe aus aktivischen und passivischen Bewertungsreserven beträgt insgesamt 1.433 Mio. Euro. Davon entfallen unter Anwendung der Mindestzuführungsverordnung 244,66 Mio. auf die Aktionärssphäre in Form von zukünftigen Aktionärgewinnen nach Steuern. Dies führt vom HGB-Eigenkapital zum ökonomischen Eigenkapital in der Marktwertbilanz. Die restlichen 1.189 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 32,09 Mio. Euro.

Aktiva	in Mio. Euro	Passiva	in Mio. Euro
Kapitalanlagen	16.948	ök. Eigenkapital	607
Fondsgebundene LV	1.534	Puffer	1.756
Sonst. Aktiva	652	Garantie	14.243
		Fondsgebundene LV	1.534
		Sonst. Passiva	994
Aktiva	19.134	Passiva	19.134

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 3,51%. Sie liegt 1,00%-Punkte unter dem Median von 4,51% und damit auf Rang 46 von 58 Lebensversicherern.

Komponente ök. EK	in Mio. Euro	in % der HGB-Bilanzsumme
HGB-Eigenkapital	361,90	2,09
zukünftige Aktionärgewinne	326,22	1,89
Steuern	-81,55	-0,47
ökonomisches Eigenkapital	606,57	3,51

Der faire Unternehmenswert der Gothaer Leben beträgt gemäß der RealRate-Analyse 606,57 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 10,16%.

Puffer-Komponente	in Mio. Euro	in % der HGB-Bilanzsumme
verfügbare RfB	567	3,28
Überschussbeteiligung	1.107	6,41
Steuern	82	0,47
Puffer	1.756	10,16

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 13,67%.

Komponente Sicherheitsmittel	in Mio. Euro	in % der HGB-Bilanzsumme
HGB-Eigenkapital	362	2,09
verfügbare RfB	567	3,28
zukünftige Überschüsse	1.433	8,30
Sicherheitsmittel	2.362	13,67

Die nachhaltige Gesamtverzinsung, die im Mittel aus der künftigen Überschussbeteiligung finanzierbar ist, beträgt 4,21%. Davon beträgt der mittlere garantierte Rechnungszins 3,33%.

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 "latente Steuern". Von den 58 Unternehmen liegt die Gesellschaft damit auf Rang 51. Der Wert beträgt 0,47% der HGB-Bilanzsumme. Im Vergleich zum Median des Marktes in Höhe von 0,90% der HGB-Bilanzsumme erhöht dies die ökonomische Eigenkapitalquote um 0,42 Prozentpunkte. Die weiteren Stärken sind die Größen "nachrangige Verbindlichkeiten" und "Risiko- und Übriges Ergebnis". 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 latente Steuern	51	0,47%	0,90%	0,42%
Quote nachrangige Verbindlicheite.	15	0,29%	0,00%	0,29%
Quote Risiko- und Übriges Ergebnis	24	0,69%	0,60%	0,19%
Quote Zahlungen Versicherungsfälle	11	9,02%	7,83%	0,15%
Passivduration	47	9,35	10,41	0,15%
Bestandsabbaurate	12	10,39%	9,20%	0,13%
Quote HGB-Eigenkapital ohne GR und.	22	1,81%	1,71%	0,10%
Quote HGB-Eigenkapital	23	2,09%	2,01%	0,09%
Quote Marktwert Kapitalanlagen	46	98,10%	109,10%	0,09%
Quote HGB-Deckungsrückstellung	33	79,99%	81,27%	0,06%
...
Quote zukünftige pass. vt. Übersch.	30	6,47%	6,50%	-0,01%
Quote Zinszusatzreserve	34	2,08%	2,14%	-0,02%
Quote freie RSt für Beitragsrücker.	40	1,48%	2,20%	-0,02%
Quote verfügbare RfB	44	3,28%	4,28%	-0,02%
Quote zukünftige pass. Zinsübersch.	31	-8,93%	-8,69%	-0,05%
Quote Fondsgebundene LV	16	8,88%	2,95%	-0,08%
mittlerer Tarifrechnungszins	19	3,33%	3,21%	-0,19%
Quote aktive Bewertungsreserve.	52	10,75%	15,52%	-1,14%
Quote zukünftige Aktionärgewinne	51	1,89%	3,59%	-1,27%
Quote zukünftige Überschüsse	50	8,30%	14,44%	-1,38%

⁰ Quote bezogen auf HGB-Bilanzsumme

¹ von 58 Versicherern bei fallender Sortierung

² Median

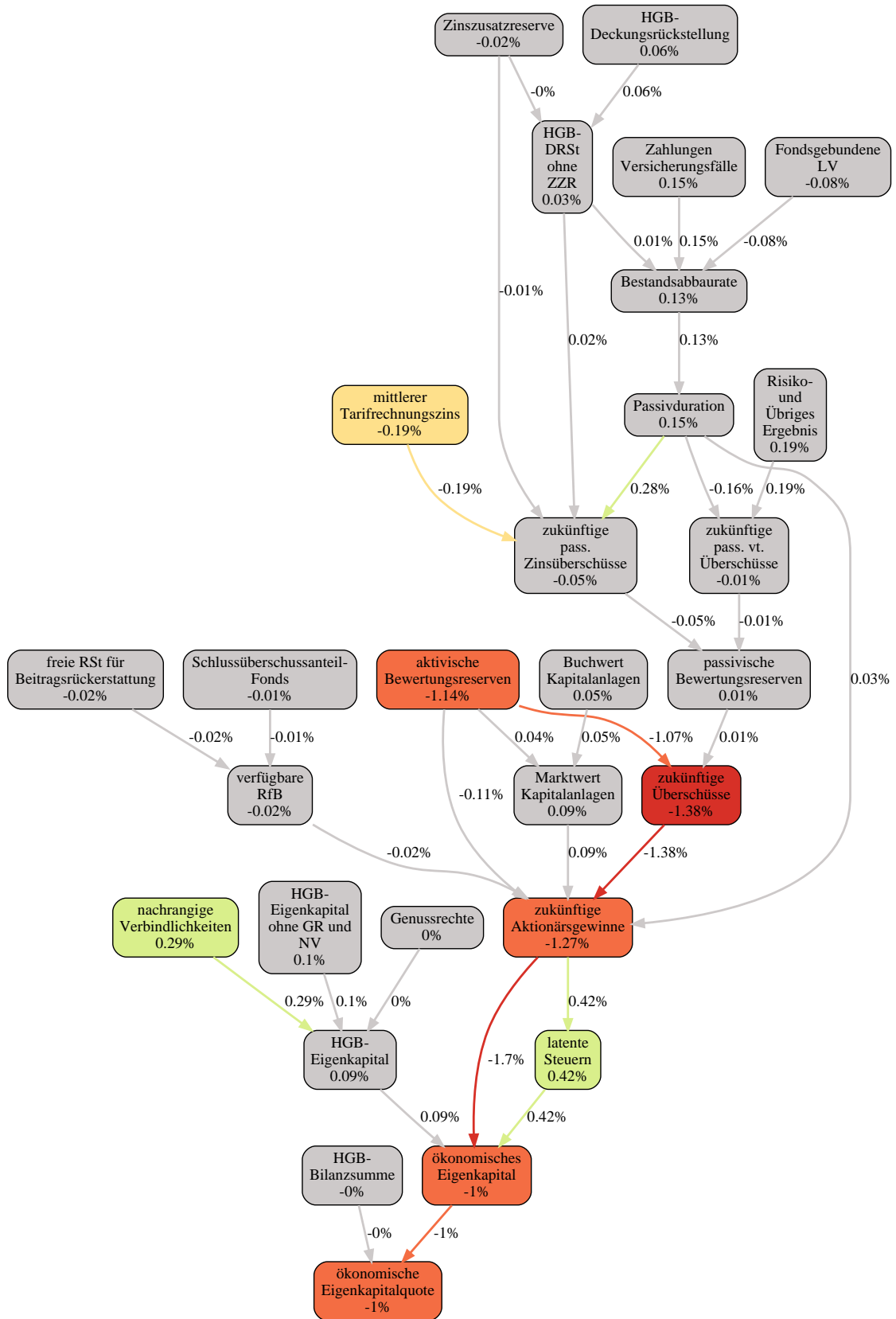
³ Änderung in Prozentpunkten

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.

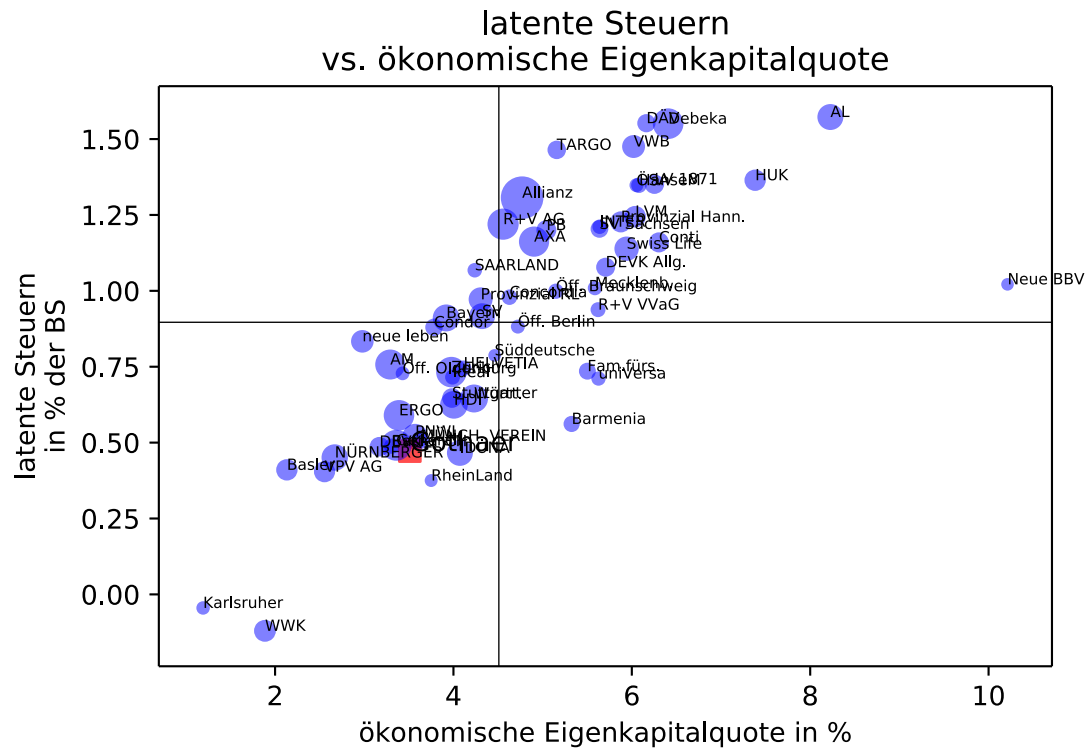
Die Größen "latente Steuern", "nachrangige Verbindlichkeiten" und "Risiko- und Übriges Ergebnis" wirken stark positiv und sind grün dargestellt. Zudem wird deutlich, welche anderen Größen sie beeinflussen. Hingegen wirken die Größen "zukünftige Überschüsse", "zukünftige Aktionärgewinne" und "aktive Bewertungsreserven" sehr negativ auf die ökonomische Eigenkapitalquote und sind rot eingefärbt. Insgesamt liegt die ökonomische Eigenkapitalquote 1,00%-Punkte unter dem Median des Marktes.

Ursachenanalyse



9 Marktvergleich

Die größte Stärke der Gothaer Leben ist die Quote der Größe "latente Steuern". Von den 58 Unternehmen liegt die Gesellschaft damit auf Rang 51. Der Wert beträgt 0,47% der HGB-Bilanzsumme. Im Vergleich zum Median des Marktes in Höhe von 0,90% der HGB-Bilanzsumme erhöht dies die ökonomische Eigenkapitalquote um 0,42 Prozentpunkte.



Die Korrelation zwischen den dargestellten Größen beträgt im Markt 0,77.

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 607 Mio. Euro.
- Die ökonomische Eigenkapitalquote beträgt 3,51%.
- Die Gesellschaft liegt damit auf Platz 46 von 58 deutschen Lebensversicherern.
- Größte Stärke: latente Steuern
- Größte Schwäche: zukünftige Überschüsse

Risikotragfähigkeit

- Die Sicherheitsmittelquote beträgt 13,67%.
- Die Gesellschaft liegt damit auf Platz 51 von 58 deutschen Lebensversicherern.
- Die nachhaltige Gesamtverzinsung beträgt 4,21%.

11 Anhang: Die Daten

Nachfolgend ist dargestellt, wie die Gothaer Leben in Bezug auf seine wesentlichen Größen im Gesamtmarkt der 58 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	1.857	53	117	851	8.615	43.362
Buchwert Kapitalanlagen	16	15.090	438	840	5.097	39.961	169.434
Direktgutschrift	16	39,78	0,00	0,00	3,99	137,88	281,86
Fondsgebundene LV	10	1.534	0	0	382	6.352	13.676
freie RSt für Beitragsrückerstattu.	19	257	6	14	131	927	6.467
Genussrechte	8	0,00	0,00	0,00	0,00	7,17	150,00
Gewinnabführung	17	0,00	0,00	0,00	0,00	43,62	513,00
HGB-Bilanzsumme	17	17.276	677	925	5.979	43.280	178.886
HGB-Deckungsrückstellung	16	13.819	398	711	4.357	36.670	154.463
HGB-Eigenkapital ohne GR und NV	13	312	10	14	97	728	1.519
Jahresüberschuss nach Steuern und.	6	25,00	-0,00	-0,00	1,95	42,43	95,00
Jahresüberschuss vor Steuern und G.	14	32,47	-18,40	0,79	9,68	79,80	125,82
Kapitalanlage-Aufwendungen	6	199,85	0,57	1,75	24,23	211,83	502,59
Kapitalanlage-Erträge	16	830	29	39	274	1.968	8.619
mittlerer Tarifrrechnungszi	19	3,33%	2,02%	2,59%	3,21%	3,80%	3,98%
nachrangige Verbindlichkeiten	10	50,00	0,00	0,00	0,00	175,35	387,65
Risiko- und Übriges Ergebnis	14	119,53	-6,73	4,11	29,81	364,20	732,29
Rohüberschuss	20	151	2	10	93	611	3.133
Schlussüberschussanteil-Fonds	18	310	1	20	128	1.122	4.282
Steuern	20	7,47	-556,18	-24,57	2,90	35,91	60,00
Zahlungen Versicherungsfälle	16	1.558	29	59	493	3.625	12.760
Zinsaufwand	17	599	11	31	186	1.624	5.716
Zinszusatzreserve	17	359	2	17	113	1.138	3.831
Zuführung zur RfB	21	79	1	5	51	396	3.008
ZZR-Aufwand	17	151	1	8	52	499	1.390

Angaben in Mio. Euro bzw. in Prozent

¹ bei fallender Sortierung

² Quantil von 58 Versicherern

Output-Variablen

Größe	Rang ¹	Gothaer	Min.	5% ²	50% ²	95% ²	Max.
Bestandsabbaurate	12	10,39%	5,00%	6,64%	9,20%	12,62%	14,24%
Garantie	16	14.243	341	797	4.573	38.195	160.395
Garantien und Optionen	4	32,09	0,00	0,05	1,91	32,55	89,05
HGB-DRSt ohne ZZR	16	13.460	397	699	4.244	35.984	150.631
HGB-DRSt ohne ZZR zzgl. FLV	17	14.994	522	760	5.076	37.434	154.896
HGB-Eigenkapital	15	362	13	14	104	749	1.519
Kapitalergebnis	18	631	27	35	234	1.818	8.117
latente Steuern	24	82	-11	5	59	485	2.338
Marktwert Kapitalanlagen	17	16.948	492	949	5.805	49.605	212.796
Marktwert-Bilanzsumme	17	19.134	731	1.035	6.783	52.191	222.249
nachhaltige Gesamtverzinsung	44	4,21%	3,46%	3,93%	4,49%	5,38%	7,65%
Nettoverzinsung	40	4,18%	3,74%	3,91%	4,42%	5,22%	6,48%
Passivduration	47	9,35	7,10	7,89	10,41	13,83	17,54
passivische Bewertungsreserven	44	-424	-5.932	-1.657	-69	740	1.329
Puffer	21	1.756	71	104	957	8.094	41.166
Sicherheitsmittel	21	2.362	82	167	1.225	10.100	49.698
Sicherheitsmittelquote	51	13,67%	5,56%	11,66%	20,82%	30,59%	34,17%
sonstige Aktiva	15	652	23	27	225	1.796	5.188
sonstige Passiva	19	994	23	52	479	2.526	7.891
verfügbare RfB	19	567	15	35	283	1.829	10.749
Zinsergebnis	28	31	-5	-1	31	270	2.401
zukünftige Aktionärsgewinne	24	326	-91	20	235	1.940	9.351
zukünftige pass. vt. Überschüsse	16	1.118	-53	41	352	3.719	8.391
zukünftige pass. Zinsüberschüsse	44	-1.542	-14.323	-3.985	-546	-71	-21
zukünftige Überschussbeteiligung	24	1.107	21	81	708	5.828	28.079
zukünftige Überschüsse	24	1.433	-2	86	943	7.768	37.430
ökonomische Eigenkapitalquote	46	3,51%	1,19%	2,49%	4,51%	6,55%	10,21%
ökonomisches Eigenkapital	20	607	11	35	242	2.005	8.533

Angaben in Mio. Euro bzw. in Prozent

¹ bei fallender Sortierung

² Quantil von 58 Versicherern