

Real Rate

Finanzstärkeanalyse

Gothaer Leben

10/2018



Wesentliche Ergebnisse

- Der faire Unternehmenswert beträgt 811 Mio. Euro.
- Die ökonomische Eigenkapitalquote beträgt 4,59%.
- Die Gesellschaft liegt damit auf Platz 39 von 58 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 2017 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 422,90 Mio. Euro.

Aktiva	in Mio. Euro	Passiva	in Mio. Euro
Kapitalanlagen	15.366	HGB-Eigenkapital	423
Fondsgebundene LV	1.896	verfügbare RfB	424
Sonst. Aktiva	409	Deckungsrückstellung	14.094
		Fondsgebundene LV	1.896
		Sonst. Passiva	834
Aktiva	17.671	Passiva	17.671

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. 3,15%. Dieser wird mittels der Passivduration von ca. 10,8 auf den nachhaltigen Zins in Höhe von 1,90%, umbewertet. Unter Ansatz der bereits gestellten Zinszusatzreserve in Höhe von 1.104 Mio. Euro führt dies zu passivischen Zins-Bewertungsreserven von -648,75 Mio. Euro. Hinzu kommen passivische Bewertungsreserven aus Biometrie und Kosten in Höhe von 1.452 Mio. Euro. Die passivischen Bewertungsreserven betragen damit insgesamt 803,74 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 1.383 Mio. Euro.

Die Summe aus aktivischen und passivischen Bewertungsreserven beträgt insgesamt 2.186 Mio. Euro. Davon entfallen unter Anwendung der Mindestzuführungsverordnung 387,91 Mio. auf die Aktionärssphäre in Form von zukünftigen Aktionärgewinnen nach Steuern. Dies führt vom HGB-Eigenkapital zum ökonomischen Eigenkapital in der Marktwertbilanz. Die restlichen 1.798 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 29,38 Mio. Euro.

Aktiva	in Mio. Euro	Passiva	in Mio. Euro
Kapitalanlagen	16.749	ök. Eigenkapital	811
Fondsgebundene LV	1.896	Puffer	2.223
Sonst. Aktiva	409	Garantie	13.291
		Fondsgebundene LV	1.896
		Sonst. Passiva	834
Aktiva	19.053	Passiva	19.053

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 4,59%. Sie liegt 0,51%-Punkte unter dem Median von 5,10% und damit auf Rang 39 von 58 Lebensversicherern.

Komponente ök. EK	in Mio. Euro	in % der HGB-Bilanzsumme
HGB-Eigenkapital	422,90	2,39
zukünftige Aktionärgewinne	517,22	2,93
Steuern	-129,30	-0,73
ökonomisches Eigenkapital	810,82	4,59

Der faire Unternehmenswert der Gothaer Leben beträgt gemäß der RealRate-Analyse 810,82 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 1.220 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 12,58%.

Puffer-Komponente	in Mio. Euro	in % der HGB-Bilanzsumme
verfügbare RfB	424	2,40
Überschussbeteiligung	1.669	9,45
Steuern	129	0,73
Puffer	2.223	12,58

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 17,17%.

Komponente Sicherheitsmittel	in Mio. Euro	in % der HGB-Bilanzsumme
HGB-Eigenkapital	423	2,39
verfügbare RfB	424	2,40
zukünftige Überschüsse	2.186	12,37
Sicherheitsmittel	3.033	17,17

Die nachhaltige Gesamtverzinsung, die im Mittel aus der künftigen Überschussbeteiligung finanzierbar ist, beträgt 4,35%. Davon beträgt der mittlere garantierte Rechnungszins 3,15%.

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 58 Unternehmen liegt die Gesellschaft damit auf Rang 21. Der Wert beträgt 2,11% der HGB-Bilanzsumme. Im Vergleich zum Median des Marktes in Höhe von 1,74% der HGB-Bilanzsumme erhöht dies die ökonomische Eigenkapitalquote um 0,37 Prozentpunkte. Die weiteren Stärken sind die Größen "nachrangige Verbindlichkeiten" und "latente Steuern". 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.	21	2,11%	1,74%	0,37%
Quote nachrangige Verbindlichkeiten.	20	0,28%	0,00%	0,28%
Quote latente Steuern	45	0,73%	0,98%	0,25%
Quote Risiko- und Übriges Ergebnis	24	0,76%	0,69%	0,17%
Quote Zinszusatzreserve	23	6,25%	5,73%	0,13%
Quote HGB-Deckungsrückstellung	35	79,76%	82,01%	0,08%
Quote HGB-Eigenkapital	28	2,39%	2,32%	0,07%
Quote Zahlungen Versicherungsfälle	18	7,36%	6,60%	0,06%
Quote Marktwert Kapitalanlagen	44	94,79%	102,44%	0,06%
Quote HGB-DRSt ohne ZZR	35	73,51%	74,79%	0,05%
...
Quote freie RSt für Beitragsrücker.	35	1,83%	2,12%	-0,01%
Quote passive Bewertungsreserv.	30	4,55%	4,62%	-0,01%
Quote Schlussüberschussanteil-Fond.	54	0,57%	1,55%	-0,03%
Quote verfügbare RfB	47	2,40%	3,75%	-0,03%
Quote Fondsgebundene LV	16	10,73%	4,58%	-0,04%
Quote zukünftige pass. Zinsübersch.	41	-3,67%	-3,10%	-0,12%
mittlerer Tarifrechnungszins	16	3,15%	3,03%	-0,22%
Quote aktive Bewertungsreserve.	49	7,82%	10,56%	-0,63%
Quote zukünftige Aktionärgewinne	45	2,93%	3,94%	-0,76%
Quote zukünftige Überschüsse	45	12,37%	15,92%	-0,76%

⁰ Quote bezogen auf HGB-Bilanzsumme

¹ von 58 Versicherern bei fallender Sortierung

² Median

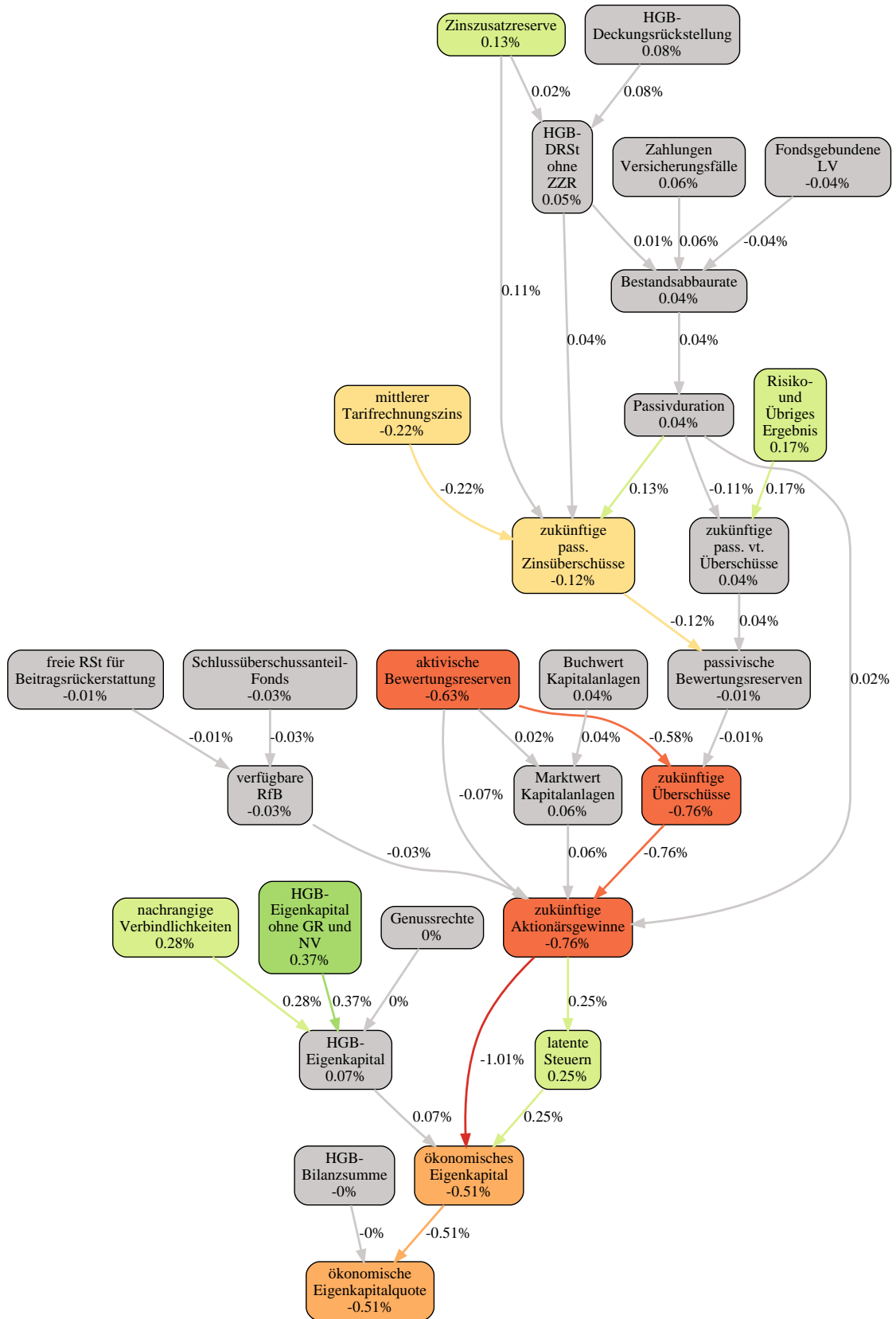
³ Änderung in Prozentpunkten

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.

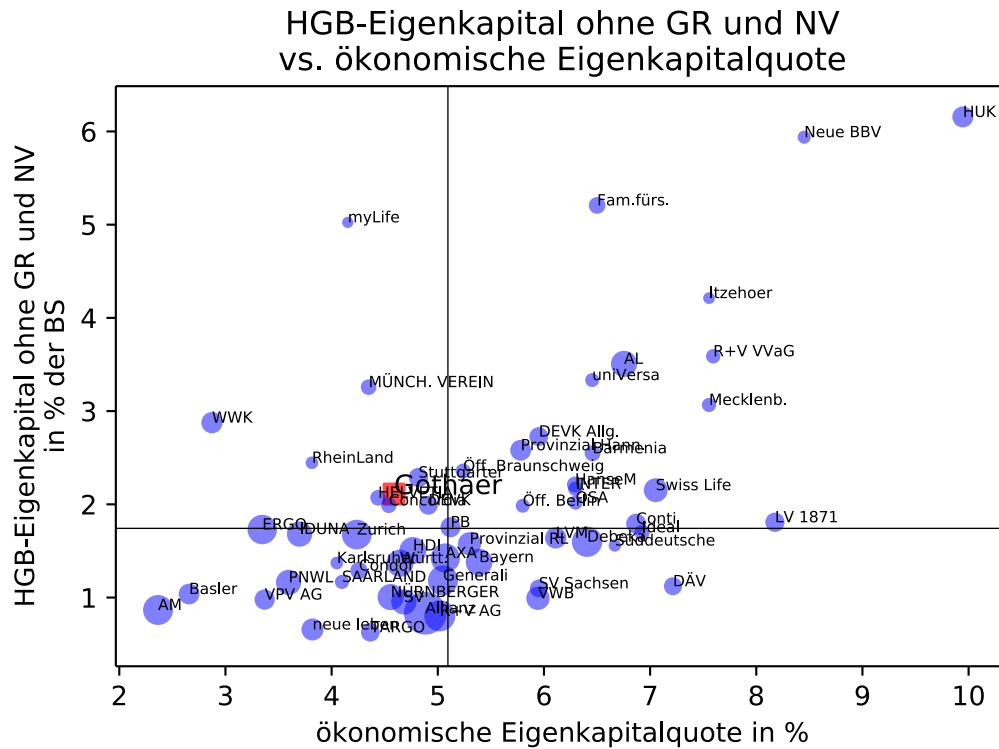
Die Größen "HGB-Eigenkapital ohne GR und NV", "nachrangige Verbindlichkeiten" und "latente Steuern" wirken stark positiv und sind grün dargestellt. Zudem wird deutlich, welche anderen Größen sie beeinflussen. Hingegen wirken die Größen "zukünftige Überschüsse", "zukünftige Aktionärgewinne" und "aktive Bewertungsreserven" sehr negativ auf die ökonomische Eigenkapitalquote und sind rot eingefärbt. Insgesamt liegt die ökonomische Eigenkapitalquote 0,51%-Punkte unter dem Median des Marktes.

Ursachenanalyse



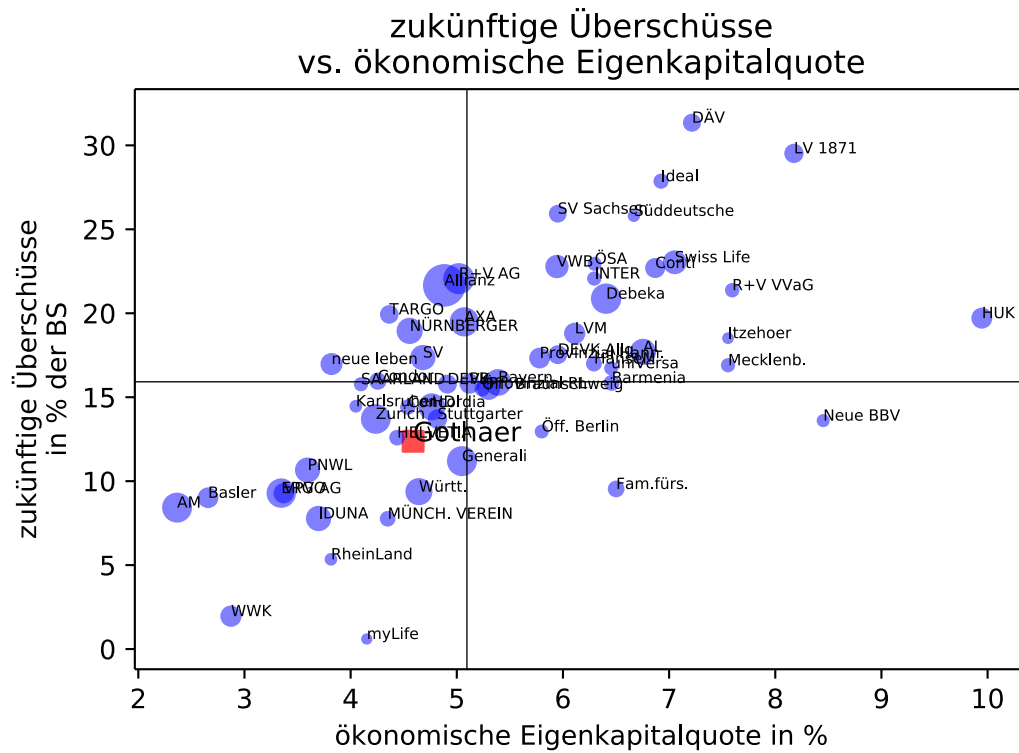
9 Marktvergleich

Die größte Stärke der Gothaer Leben ist die Quote der Größe "HGB-Eigenkapital ohne GR und NV". Von den 58 Unternehmen liegt die Gesellschaft damit auf Rang 21. Der Wert beträgt 2,11% der HGB-Bilanzsumme. Im Vergleich zum Median des Marktes in Höhe von 1,74% der HGB-Bilanzsumme erhöht dies die ökonomische Eigenkapitalquote um 0,37 Prozentpunkte.



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

Die größte Schwäche der Gothaer Leben ist die Quote der Größe "zukünftige Überschüsse". Von den 58 Unternehmen liegt die Gesellschaft damit auf Rang 45. Der Wert beträgt 12,37% der HGB-Bilanzsumme. Im Vergleich zum Median des Marktes in Höhe von 15,92% der HGB-Bilanzsumme reduziert dies die ökonomische Eigenkapitalquote um 0,76 Prozentpunkte.



Die Korrelation zwischen den dargestellten Größen beträgt im Markt 0,64.

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 811 Mio. Euro.
- Die ökonomische Eigenkapitalquote beträgt 4,59%.
- Die Gesellschaft liegt damit auf Platz 39 von 58 deutschen Lebensversicherern.
- Größte Stärke: HGB-Eigenkapital ohne GR und NV
- Größte Schwäche: zukünftige Überschüsse

Risikotragfähigkeit

- Die Sicherheitsmittelquote beträgt 17,17%.
- Die Gesellschaft liegt damit auf Platz 45 von 58 deutschen Lebensversicherern.
- Die nachhaltige Gesamtverzinsung beträgt 4,35%.

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	1.383	2	79	728	6.702	43.177
Buchwert Kapitalanlagen	18	15.366	159	705	5.542	42.612	201.429
Direktgutschrift	20	6,46	0,00	0,00	1,38	141,97	292,78
Fondsgebundene LV	11	1.896	0	1	555	7.510	17.047
freie RSt für Beitragsrückerstattu.	14	323	2	7	158	984	7.494
Genussrechte	7	0,00	0,00	0,00	0,00	4,56	150,00
Gewinnabführung	23	0,00	0,00	0,00	0,00	126,32	381,00
HGB-Bilanzsumme	17	17.671	453	812	7.052	46.981	212.307
HGB-Deckungsrückstellung	18	14.094	141	614	4.790	38.361	186.414
HGB-Eigenkapital ohne GR und NV	14	373	11	20	126	753	1.764
Jahresüberschuss nach Steuern und.	8	22,00	-0,00	-0,00	1,92	35,46	166,00
Jahresüberschuss vor Steuern und G.	12	34,88	-15,07	-1,31	8,57	182,70	595,87
Kapitalanlage-Aufwendungen	16	49	0	1	21	145	1.710
Kapitalanlage-Erträge	17	730	9	29	296	2.033	10.943
mittlerer Tarifrchnungszins	16	3,15%	1,69%	2,30%	3,03%	3,44%	3,60%
nachrangige Verbindlichkeiten	15	50,00	0,00	0,00	0,00	322,14	888,17
Risiko- und Übriges Ergebnis	12	134,69	-6,39	3,73	38,50	379,14	517,07
Rohüberschuss	12	163	-2	3	60	506	2.649
Schlussüberschussanteil-Fonds	29	101	1	9	101	795	3.358
Steuern	11	12,88	-63,26	-18,20	1,14	47,12	60,42
Zahlungen Versicherungsfälle	17	1.301	19	56	447	3.404	11.830
Zinsaufwand	16	653	4	31	226	1.797	7.101
Zinszusatzreserve	17	1.104	5	45	358	2.749	10.615
Zuführung zur RfB	12	121	0	1	41	224	1.952
ZZR-Aufwand	18	244	1	12	104	719	2.675

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	19	8,74%	4,77%	5,54%	8,15%	10,59%	12,64%
Garantie	16	13.291	141	519	4.529	39.701	183.605
Garantien und Optionen	8	29,38	0,00	0,03	4,59	72,06	102,83
HGB-DRSt ohne ZZR	18	12.990	136	584	4.450	35.668	175.798
HGB-DRSt ohne ZZR zzgl. FLV	17	14.886	398	653	5.663	40.144	181.104
HGB-Eigenkapital	15	423	12	22	152	955	1.764
Kapitalergebnis	17	681	7	27	270	1.974	9.233
latente Steuern	18	129	-1	5	68	526	2.867
Marktwert Kapitalanlagen	18	16.749	161	785	6.302	47.723	244.606
Marktwert-Bilanzsumme	17	19.053	455	864	7.593	51.483	255.484
nachhaltige Gesamtverzinsung	25	4,35%	2,56%	3,65%	4,27%	5,29%	6,85%
Nettoverzinsung	26	4,43%	3,15%	3,56%	4,33%	5,41%	5,84%
Passivduration	40	10,78	7,83	9,13	11,45	15,89	17,98
passivische Bewertungsreserven	20	804	-2.698	-171	224	2.599	4.569
Puffer	19	2.223	11	118	1.167	8.572	48.238
Sicherheitsmittel	19	3.033	29	168	1.442	10.837	58.603
Sicherheitsmittelquote	45	17,17%	6,47%	11,77%	22,59%	31,97%	37,16%
sonstige Aktiva	19	409	15	24	204	1.661	5.572
sonstige Passiva	21	834	23	42	452	2.540	7.970
verfügbare RfB	22	424	4	14	284	1.665	10.853
Zinsergebnis	23	28	-413	-83	15	276	2.132
zukünftige Aktionärgewinne	18	517	-5	22	274	2.102	11.468
zukünftige pass. vt. Überschüsse	15	1.452	-55	40	448	4.104	7.155
zukünftige pass. Zinsüberschüsse	45	-649	-4.346	-1.719	-188	0	294
zukünftige Überschussbeteiligung	19	1.669	7	91	823	6.328	34.519
zukünftige Überschüsse	19	2.186	3	121	1.097	8.430	45.986
ökonomische Eigenkapitalquote	39	4,59%	2,37%	3,28%	5,10%	7,68%	9,95%
ökonomisches Eigenkapital	19	811	19	42	324	2.408	10.365

Angaben in Mio. Euro bzw. in Prozent

¹ bei fallender Sortierung

² Quantil von 58 Versicherern