

Empfehlung: Kaufen

Kursziel: 21,00 Euro

Kurspotenzial: +44 Prozent

Aktien­daten

Kurs (Schlusskurs Vortag)	14,58 Euro (Xetra)
Aktienanzahl (in Mio.)	93,8
Marktkap. (in Mio. Euro)	1.366,9
Enterprise Value (in Mio. Euro)	1.366,9
Ticker	WUW
ISIN	DE0008051004

Kursperformance

52 Wochen-Hoch (in Euro)	19,98
52 Wochen-Tief (in Euro)	11,10
3 M relativ zum SDAX	-16,7%
6 M relativ zum SDAX	-22,9%



Aktionärsstruktur

Streubesitz	23,7%
Wüstenrot Holding	39,9%
WS Holding	26,4%
Horus	10,0%

Termine

Q3 Bericht 13. November 2020

Prognoseanpassung

	2020e	2021e	2022e
Umsatz (alt)	4.004,7	4.025,0	4.025,0
Δ in %	-	-	-
EBT (alt)	308,3	328,3	347,8
Δ in %	-	-	-
EPS (alt)	2,14	2,35	2,56
Δ in %	-	-	-

Analyst

Benjamin Marenbach
+49 40 41111 37 82
b.marenbach@montega.de

Publikation

Comment 1. September 2020

H1 wie erwartet belastet – Ausblick unverändert

W&W hat kürzlich H1-Zahlen veröffentlicht und die Auswirkungen der Corona-Krise auf das Geschäftsmodell erläutert.

Der **Periodenüberschuss** des Versicherers lag in H1/20 mit 107,0 Mio. Euro erwartungsgemäß deutlich unter Vorjahr (H1/19: 175,8 Mio. Euro), befindet sich hinsichtlich unserer Gesamtjahresprognose (MONE: 200,6 Mio. Euro) aber auf Kurs. Der Wesentliche Grund für den Ergebnismrückgang lag im **Finanzergebnis**, das in Q1 durch COVID-19 außerordentlich belastet wurde (Q1/20: -139,7 Mio. Euro; Q1/19: 847,3 Mio. Euro), sich inzwischen aber wieder normalisiert (H1/20: 732,5 Mio. Euro; H1/19: 1.514,7 Mio. Euro). Die Markterholung am Kapitalmarkt hat sich auch in Q3 fortgesetzt, weshalb wir aktuell für H2 mit keinen Belastungen aus dem Finanzergebnis rechnen. Auf operativer Ebene hat sich W&W dagegen u.E. besser geschlagen, als zu erwarten war.

Am stabilsten zeigte sich dabei das **Segment Wohnen**, das mit einem Segmentüberschuss von 39,6 Mio. Euro noch leicht zulegen konnte (H1/19.: 39,0 Mio. Euro). Das Brutto-Bausparneugeschäft lag jedoch leicht unter dem starken Vorjahreswert, was vor allem auf Filial-Lockdowns bei Vertriebspartnern zurückzuführen war, während W&Ws eigener Außendienst erfolgreicher abschnitt. Mit dem Segment Wohnen konnte die Gesellschaft u.E. allerdings erneut eine bessere Entwicklung verzeichnen als der Gesamtmarkt und weiter Marktanteile gewinnen. In der Baufinanzierung legte das Neugeschäft (3.174,2 Mio. Euro) sogar noch zu (H1/19: 3.072,1 Mio. Euro).

Die **Sachversicherung** trug mit 62,4 Mio. Euro erneut am stärksten zum Periodenüberschuss bei (58,3%), entwickelte sich durch die Pandemie jedoch deutlich schwächer als im Vorjahr (-41,0% yoy). Hier wirkten sich insbesondere Betriebsschließungsversicherungen sowie die Vertriebsbeschränkungen durch die Kontaktbeschränkungen negativ aus, wobei diesem Effekt die digitale Versicherungstochter Adam Riese positiv entgegenstand. Für die Abdeckung versicherter Betriebsschließungen wandte W&W 40,6 Mio. Euro auf, wodurch die Leistungen aus Versicherungsverträgen um 13,8 Mio. Euro angestiegen sind. Positive gegenläufige Effekte resultierten aus geringeren Kraftfahrtschäden.

In der **Personenversicherung** fiel der Segmentüberschuss von 12,6 Mio. Euro auf 10,7 Mio. Euro zurück und die Beitragssumme des Neugeschäfts in der Lebensversicherung sank von 1.772,0 Mio. Euro auf 1.591 Mio. Euro. Hier dürfte das nun längerfristig zu erwartende niedrige Zinsniveau strukturell weiter belasten, wengleich auch in der Lebensversicherung bald die ersten teuren Altverträge auslaufen sollten.

Die **sonstigen Segmente und Überleitungseffekte** trugen mit -5,7 Mio. Euro (Vj.: 18,5 Mio. Euro) zum Periodenüberschuss bei. Darin sind allerdings im Wesentlichen niedrigere Zinserträge aus Baudarlehen durch den Verkauf der tschechischen Tochtergesellschaften sowie Bewertungsverluste bei den Kapitalanlagen enthalten. Letztlich ist im Periodenüberschuss nun auch der **Badwill** in Höhe von 25,0 Mio. Euro aus der inzwischen final mit der W&W verschmolzenen Aachener Bausparkasse einbezogen.

Bereits mit Q1 hatte das Unternehmen seine zuvor gegebene Prognose (Konzernüberschuss innerhalb des avisierten Mittelfristkorridors von 220 bis 250 Mio. Euro) revidiert. Aufgrund der anhaltenden Corona-Pandemie bleibt der **Ausblick** unberührt, so dass W&W weiterhin einen Überschuss unterhalb dieses Korridors erwartet. Gleichzeitig rechnet W&W für H2 mit einer leicht verbesserten Entwicklung, wobei der epidemische Verlauf zu beobachten ist.

[weiter auf der nächsten Seite →](#)

Geschäftsjahresende: 31.12.	2018	2019	2020e	2021e	2022e
Verdiente Beiträge (netto)	4.000,1	4.249,2	4.004,7	4.025,0	4.025,0
Veränderung yoy	5,0%	6,2%	-5,8%	0,5%	0,0%
Finanzergebnis	1.333,4	2.353,5	1.370,3	1.333,3	1.333,3
EBT	320,5	353,0	308,3	328,3	347,8
Konzernüberschuss	215,2	249,1	203,0	223,0	242,5
Jahresüberschuss	214,2	248,1	200,6	220,6	240,1
EBT	6,0%	5,3%	5,7%	6,1%	6,5%
EAT	4,0%	3,8%	3,8%	4,2%	4,5%
Combined Ratio	90,7%	90,7%	91,5%	92,0%	92,0%
ROE	5,0%	5,1%	4,1%	4,5%	4,9%
EPS	2,29	2,65	2,14	2,35	2,56
Dividende	0,65	0,65	0,65	0,65	0,65
Dividendenrendite	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%
KGV	6,4	5,5	6,8	6,2	5,7
KBV	0,4	0,3	0,3	0,3	0,3

Quelle: Unternehmen, Montega, CapitalIQ

Angaben in Mio. EUR, EPS in EUR Kurs: 14,58

Wir hatten uns mit unseren Prognosen (Konzernüberschuss 2020e: 200,6 Mio. Euro) bereits unterhalb des Mittelfristkorridors positioniert.

Fazit: W&W behauptet sich u.E. in einem schwierigen Marktumfeld relativ gut und besser als diverse Wettbewerber, wenngleich die Pandemie auch das Sachversicherungsgeschäft temporär belastet hat. In unserer grundsätzlich positiven Meinung vom Unternehmen sehen wir uns nach den Zahlen weiter bestätigt. Fundamental ist die Aktie u.E. günstig bewertet (KGV 2020e: 6,8x). Wir bestätigen daher unsere Kaufempfehlung bei unverändertem Kursziel von 21,00 Euro.

UNTERNEHMENSHINTERGRUND

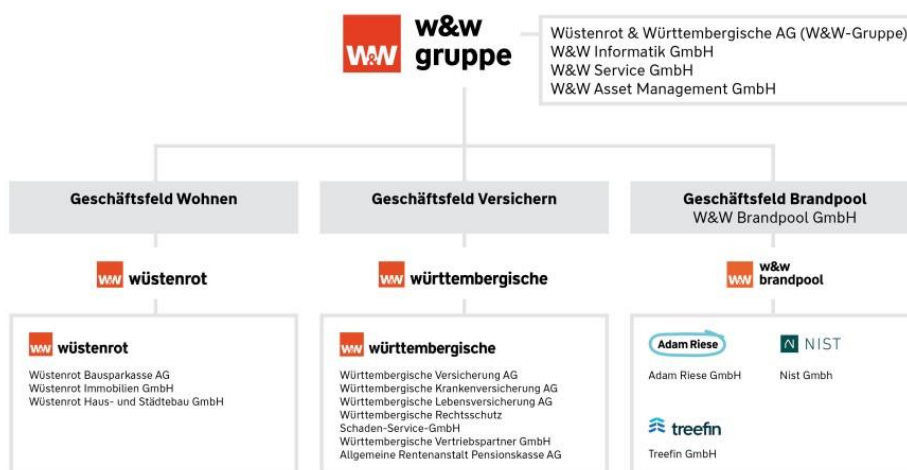
Die Wüstenrot und Württembergische AG (W&W) ist ein in den Bereichen Versicherungen und Bausparen tätiger Finanzdienstleister. Der aus einem Zusammenschluss von Wüstenrot und Württembergische im Jahr 1999 entstandene Konzern hat seinen Hauptsitz in Stuttgart und koordiniert von dort die Aktivitäten der Gruppe. Neben der Kernregion Deutschland ist W&W auch in Tschechien aktiv. Insgesamt sind ca. 6.900 Mitarbeiter im Innendienst und ca. 6.000 Außendienstpartner beschäftigt. In 2018 erzielte das Unternehmen mit seinen rund sechs Mio. Kunden einen Konzernüberschuss von 215,2 Mio. Euro.

In der nachfolgenden Darstellung sind einige Meilensteine der Unternehmensgeschichte aufgezeigt, die bis in das 19. Jahrhundert zurückgehen:



Geschäftsfelder

Die Koordination der Geschäftstätigkeiten der Gruppe gehört zur Hauptaufgabe der W&W AG. Als übergeordnetes Unternehmen setzt die W&W AG Standards, bewirtschaftet das Kapital und bündelt verschiedene Dienstleistungsfunktionen. Im operativen Bereich ist die W&W AG fast ausschließlich im Bereich Rückversicherung für die Versicherungen der Gruppe tätig. Die einzelnen Geschäftsfelder mit ihren untergeordneten Bereichen werden in der nachfolgenden Darstellung visualisiert und beschrieben:



Quelle: Unternehmen

Wüstenrot Haus- und Städtebau GmbH

Die Wüstenrot Haus- und Städtebau GmbH (WHS) ist ein Spezialist in dem Bereich Städtebau, Wohnungsbau und Immobilienmanagement und ist damit Immobilienexperte des W&W Konzerns. Seit der Gründung wurden bundesweit mehr als 23.000 Häuser und Wohnungen erstellt und rund 14.000 Gewerbeeinheiten verwaltet.

Wüstenrot Bausparkasse AG

Die Wüstenrot Bausparkasse AG (BSW) ist die als älteste deutsche Bausparkasse und gilt als Erfinderin des Bausparens. Sie bietet ein breites Spektrum an Bauspar- und Finanzierungsprodukten für kurzfristige bis langfristige Bau-, Erwerbs- und Modernisierungsvorhaben an. Die BSW strebt die kontinuierliche Anpassung der Produkte an sich verändernde Marktbedingungen an. 2017 übernahm die Bausparkasse zudem das Baufinanzierungs- und Pfandbriefgeschäft der Wüstenrot Bank AG Pfandbriefbank und ist damit die erste deutsche Bausparkasse mit einem aktiven Pfandbriefgeschäft. Neben Baufinanzierung und Wertpapieren bietet sie auch Spar- und Anlageprodukte an. Die Pfandbriefbank soll verkauft werden. Aktuell läuft hierzu die entsprechende Bafin-Prüfung. Ein Abschluss ist für Ende 2018 erwartet.

Württembergische Versicherung AG

Die Württembergische Versicherung AG (WV) bietet, als eines der traditionsreichsten Versicherungshäuser in Deutschland, Produkte in der Schaden- und Unfallversicherung an und gehört zu den bedeutendsten und profitabelsten deutschen Schaden- und Unfallversicherern.

Württembergische Krankenversicherung AG

Die Württembergische Krankenversicherung AG (WK) bietet seit Aufnahme der Geschäftstätigkeit im Jahr 1999 Kranken- und Pflegeversicherungen für Angestellte und Selbstständige sowie Krankheitskostenvoll- und Zusatzversicherungen,

Krankenhaustagegeldversicherungen, Auslandskrankenversicherungen und Optionstarife für gesetzlich Versicherte an.

Württembergische Lebensversicherung AG

Mit Wurzeln zurück ins Jahr 1833 gehört die Württembergische Lebensversicherung AG (WL) heute zu den größten Lebensversicherern in Deutschland. Das Produktspektrum umfasst klassische und fondsgebundene Lebens- und Rentenversicherungen, Riester- und Basis-Rente, Ausbildungs- und Berufsunfähigkeitsversicherungen, betriebliche Altersvorsorge und Finanzierungen.

W&W Asset Management GmbH

Die in 2000 gegründete W&W Asset Management GmbH (W&W AM) verantwortet, steuert und bündelt die Investment- und Wertpapier-Aktivitäten aller Gesellschaften der W&W-Gruppe. Des Weiteren gehört die Betreuung von Vermögen privater und institutioneller Anleger in Form von Investmentfonds zum Aufgabenspektrum der W&W AM.

W&W Informatik GmbH

Die W&W Informatik GmbH (W&W IT) als zentraler IT-Dienstleister der W&W-Gruppe entwickelt und betreibt seit 2002 alle IT-Anwendungen der W&W-Gruppe und ist darüber hinaus verantwortlich für Netze, dezentrale Systeme und Rechenzentren.

W&W Produktion GmbH

Die seit 2011 tätige W&W Produktion GmbH (WWP) unterstützt diverse W&W-Konzerngesellschaften bei der Sachbearbeitung und bietet innerhalb der W&W-Gruppe Dienstleistungen im Kundenservice. Sie soll zum Ende des Jahres 2018 geschlossen werden. Die ausgeübten Tätigkeiten werden zurückverlagert.

W&W Service GmbH

Die W&W Service GmbH (WWS) ist der seit 2009 tätige zentrale Service-Dienstleister der W&W-Gruppe. Hauptaufgabengebiete sind dabei der Dokumenten-, Daten- und Druckservice, die Einkaufs- und Mobilitätsleistungen, die Gebäudeservices sowie das Veranstaltungsmanagement und die Konzerngastronomie.

Vertriebsnetz und Kunden

Durch den Zusammenschluss der beiden traditionsreichen Marken Wüstenrot und Württembergische kann in Kombination mit den verschiedenen Vertriebskanälen ein breites Kundenpotenzial von ca. 40 Mio. Menschen in Deutschland erreicht werden. Innerhalb des Kundenbestandes strebt W&W die Realisierung von Cross-Selling-Potenzialen an.

Im Fokus für W&W steht eine kompetente persönliche Beratung, die zusammen mit dem Multikanalvertrieb zu einer hohen Kundenreichweite führen soll. Der Multikanalvertrieb ist aufgeteilt in die Teilbereiche Außendienst Württembergische, Außendienst Wüstenrot, Makler, Versicherungen und Banken. Die Hauptsäule bilden die Außendienstmitarbeiter, die durch sinnvolle Kooperationen unterstützt werden. Beispielsweise wurde durch den Erwerb der Allianz Dresdner Bauspar AG in 2010 ein Vertriebskanal erschlossen, der Kooperationen mit Commerzbank-Filialen und der Allianz Vertriebsorganisation ermöglicht. Damit konnte sich die Wüstenrot Bausparkasse als Kooperationsbausparkasse in Deutschland etablieren und plant im Kooperationsgeschäft mit weiterem Wachstum.

Im Rahmen des Strategieprogramms „W&W@2020“ greift die W&W-Gruppe verstärkt den Trend zur Digitalisierung auf und hat begonnen den Online-Vertrieb zu stärken. Im Bereich Online-Banking besteht bereits langjährig ein Angebot. Zudem wurde ein Portal für den digitalen Vertrieb von Vorsorgeprodukten geschaffen. Dies stellt eine wichtige Abrundung der etablierten Vertriebskanäle dar.

Management

Jürgen A. Junker: Herr Junker war vor seinem Eintritt in den Vorstand der W&W AG im Frühjahr 2016 zuletzt Mitglied des Vorstands der VHV Allgemeine Versicherung und VHV Lebensversicherung, Hannover. Dort führte er die Ressorts Vertrieb und Konzernbeteiligungen. Der gelernte Bankkaufmann und Diplom-Kaufmann war zuvor u.a. in verschiedenen Führungspositionen bei der Dresdner Bank und innerhalb der VHV-Gruppe tätig.

Dr. Michael Gutjahr: Herr Dr. Gutjahr arbeitete nach seinem Studium der Mathematik als wissenschaftlicher Assistent an der Universität München, bevor er 1988 beruflich bei der Allgemeine Rentenanstalt Lebensversicherung AG (seit 1991 Württembergische Lebensversicherung AG) begann. In den folgenden Jahren wechselte er zur Leonberger Bausparkasse AG und stieg dort 1999 in den Vorstand auf. Ab 2001 war Herr Dr. Gutjahr Mitglied des Vorstands der Wüstenrot Bausparkasse AG und seit 2002 Mitglied der Vorstände der Württembergischen Versicherung AG und der Württembergischen Lebensversicherung AG. Im August 2009 wechselte er dann in den Vorstand der Wüstenrot und Württembergische AG, der Wüstenrot Bausparkasse AG und wurde Generalbevollmächtigter der Wüstenrot Bank AG Pfandbriefbank.

Jürgen Steffan: Herr Steffan ist gelernter Bankfachwirt. Vor seiner Zeit bei der W&W war er im Bereich Treasury bei der BHF Bank sowie in verschiedenen leitenden Funktionen in Bausparkassen tätig. Er ist seit 2006 im W&W-Konzern beschäftigt und wurde dabei als Vorstand der Wüstenrot Bausparkasse, Generalbevollmächtigter der Wüstenrot & Württembergischen Versicherung, Generalbevollmächtigter der Württembergischen Versicherung sowie als Generalbevollmächtigter der W&W AG eingesetzt. Seit Juli 2019 besetzt er im Vorstand die Position des Chief Risk Officers.

Jens Wieland: Herr Wieland studierte an der Universität Mannheim Wirtschaftsinformatik bevor er sich ab 1990 als IT-Berater mit Schwerpunkt Versicherungen selbstständig machte. Nach fünf Jahren der Selbstständigkeit bekleidete Herr Wieland verschiedene Führungspositionen im Bereich Informatik bei der DBV-Winterthur Versicherung. Seit 2007 war Herr Wieland dann bei AXA Deutschland im Ressort IT/Konzernorganisation tätig und Mitglied des Vorstands der AXA Konzern AG, AXA Lebensversicherung AG, AXA Krankenversicherung AG, AXA Versicherung AG, DBV Versicherung AG sowie Mitglied des IT Strategic Steering Committee der AXA Group. Als Chief Operating Officer und Chief Information Officer ist er seit 2012 Mitglied des Vorstands der Wüstenrot und Württembergische AG und Mitglied der Geschäftsführung der W&W Informatik GmbH. Seit Januar 2014 ist Herr Wieland ebenfalls Mitglied des Vorstands der Württembergische Versicherung AG, Württembergische Lebensversicherung AG und Geschäftsführer der W&W Service GmbH.

Bernd Hertweck: Nach seiner Ausbildung zum Bankkaufmann und Weiterbildung zum Bankfachwirt bei der Bausparkasse Schwäbisch Hall arbeitete Herr Hertweck in diversen Abteilungen wie der Kreditabteilung, Marketing Produktmanagement, Vertriebssteuerung /-controlling und später als Abteilungsleiter/Landesdirektor/Bereichsleiter Vertrieb sowie Bereichsleiter Marketing. Seit 2006 zählt Herr Hertweck zum Vorstand der Wüstenrot Bausparkasse AG und stieg 2013 zum Vorstandsvorsitzenden auf. Er ist seit September 2013 Generalbevollmächtigter der Wüstenrot Bank AG Pfandbriefbank und Geschäftsfeldleiter Wüstenrot (Bausparkasse und Bank).

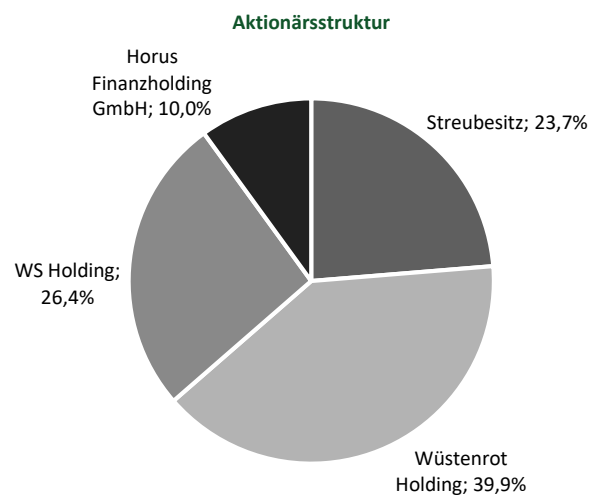
Thomas Bischof: Seit 2018 ist Herr Bischof als Vorstandsvorsitzender der Württembergischen Lebensversicherung AG und der Württembergischen Versicherung AG aktiv. Er trat damit die Nachfolge von Herrn Heinen an, der auf eigenen Wunsch und im Zuge des Generationenwechsels abgetreten ist. Seine Ausbildung absolvierte Herr Bischof an der Universität Regensburg, die er mit einem Abschluss als Diplom-Kaufmann beendete. Anschließend trat er in die Axa Krankenversicherung ein und wurde dort schnell Abteilungsleiter und Spezialist für Prozessverbesserung. Herr Bischof war zudem für die ERGO-Versicherungsgruppe tätig und war dort unter anderem für die Konzernentwicklung und den Banken- und Kooperationsvertrieb verantwortlich. Darüber hinaus war er für die

Münchner Rückversicherungsgesellschaft als Zentralbereichsleiter Group Development aktiv.

Daniel Welzer: Herr Daniel Welzer hat an der Universität des Saarlandes Informatik studiert. Seine berufliche Karriere begann er als Projektleiter bei einer Tochter des Bertelsmann Konzerns. Anschließend bekleidete er verschiedene leitende Positionen in den Bereichen Analytics, Supply Chain Management und CRM Solutions. Seit Mai 2018 ist er bei der W&W AG tätig und verantwortete als Geschäftsfeldleiter und Vorsitzender der Geschäftsführung der W&W brandpool GmbH die Digitalausrichtung des Konzerns. Welzer ist Mitglied des Management Boards und gehört damit dem zentralen Steuerungsgremium des Konzerns an.

Aktionärsstruktur

Aktuell umfasst das Grundkapital 93.749.720 Stückaktien. Zu den Aktionären gehören mit 39,9% die Wüstenrot Holding und mit 26,4% die WS Holding. Beide Gesellschaften sind der Wüstenrot Stiftung zuzuordnen. Weiterer bedeutender Aktionär ist die Horus Finanzholding GmbH mit ca. 10,0%. Die restlichen ca. 23,7% befinden sich im Streubesitz.



Quelle: Unternehmen

ANHANG

Residual Income Modell

Angaben in Mio.Euro	2020e	2021e	2022e	2023e	2024e	2025e	2026e	TV
Eigenkapital	4.883,43	4.932,27	4.981,59	5.031,41	5.248,92	5.496,34	5.759,86	5.950,48
Minderheiten	35,45	35,81	36,17	36,53	38,11	39,90	41,82	43,20
EK nach Minderheiten	4.847,98	4.896,46	4.945,42	4.994,88	5.210,81	5.456,44	5.718,04	5.907,28
Überschuss n. Minderheiten	200,64	220,59	240,15	252,25	250,00	255,00	260,00	265,00
ROE	4,14%	4,51%	4,86%	5,05%	6,00%	6,50%	6,50%	5,10%
Eigenkapitalkosten	9,00%	9,00%	9,00%	9,00%	9,00%	9,00%	9,00%	9,00%
Residualeinkommen	-235,68	-220,09	-204,94	-197,29	-156,32	-136,41	-142,95	-230,38
Present Value	-224,12	-192,02	-164,04	-144,88	-105,31	-84,31	-81,06	-1.843,83
Kumuliert	-224,12	-416,14	-580,18	-725,06	-830,38	-914,69	-995,75	-2.839,58

Wertermittlung (Mio. Euro)

Total present value (Tpv)	-2.839,6
Terminal Value	-1.843,8
Anteil vom Tpv-Wert	65%
Buchwert Eigenkapital	4.848,0
Eigenkapitalwert	2.008,4

Annahmen: Umsatzwachstumsraten und Margenerwartungen

Kurzfristiges Ergebniswachstum	2020-2023	7,9%
Mittelfristiges Ergebniswachstum	2020-2025	4,9%
Langfristiges Umsatzwachstum	ab 2027	2,5%
ROE	2020-2023	4,6%
ROE	2020-2025	5,2%
ROE langfristig	ab 2027	5,1%

Aktienzahl (Mio.)	93,75
Wert je Aktie (Euro)	20,91
+Upside / -Downside	43%
Aktienkurs (Euro)	14,58

Sensitivität Wert je Aktie (Euro)

ewiges Wachstum

WACC	1,75%	2,25%	2,50%	2,75%	3,25%
9,50%	21,34	20,10	19,42	18,68	17,03
9,25%	22,12	20,84	20,14	19,38	17,66
9,00%	22,95	21,64	20,91	20,12	18,35
8,75%	23,83	22,49	21,74	20,93	19,09
8,50%	24,78	23,41	22,65	21,81	19,90

Modellparameter

Marktrendite	9,0%
Beta	1,00
Eigenkapitalkosten	9,0%
ewiges Wachstum	2,5%

Sensitivität Wert je Aktie (Euro)

ROE ab 2027e

WACC	4,60%	4,85%	5,10%	5,35%	5,60%
9,50%	19,42	20,55	21,68	22,81	23,94
9,25%	18,94	20,14	21,33	22,52	23,72
9,00%	18,39	19,65	20,91	22,17	23,43
8,75%	17,74	19,08	20,41	21,74	23,08
8,50%	16,99	18,40	19,82	21,23	22,65

Quelle: Montega

G&V (in Mio. Euro) Wüstenrot & Württembergische	2018	2019	2020e	2021e	2022e	2023e
Verdiente Beiträge (netto)	4.000,1	4.249,2	4.004,7	4.025,0	4.025,0	4.030,0
Finanzergebnis nach Risikovorsorge	1.333,4	2.353,5	1.370,3	1.333,3	1.333,3	1.333,3
Summe Ergebnis (Umsatz)	5.333,4	6.602,7	5.375,0	5.358,3	5.358,3	5.363,3
Leistungen aus Versicherungsverträgen (netto)	3.553,7	4.650,5	3.553,7	3.553,7	3.553,7	3.553,7
Provisionsergebnis	-428,6	-490,2	-460,3	-428,6	-419,1	-419,1
Personalaufwendungen	589,0	613,6	589,0	589,0	589,0	589,0
Sachaufwendungen	422,9	381,6	445,0	440,0	430,0	422,9
Abschreibungen	61,2	85,3	61,2	61,2	61,2	61,2
Verwaltungsaufwendungen	1.073,1	1.080,5	1.095,2	1.090,2	1.080,2	1.073,1
Bewertungsergebnis	-553,2	612,5	-553,2	-553,2	-553,2	-553,2
Sonstiges betriebliches Ergebnis	42,5	-28,5	42,5	42,5	42,5	42,5
EBT	320,5	353,0	308,3	328,3	347,8	359,9
Ertragssteuern	105,3	104,0	105,3	105,3	105,3	105,3
Konzernüberschuss	215,2	249,1	203,0	223,0	242,5	254,6
Anteile Dritter	1,0	1,0	2,4	2,4	2,4	2,4
Jahresüberschuss	214,2	248,1	200,6	220,6	240,1	252,2

Quelle: Unternehmen (berichtete Daten), Montega (Prognosen)

G&V (in % vom Umsatz) Wüstenrot & Württembergische	2018	2019	2020e	2021e	2022e	2023e
Summe Ergebnis (Umsatz)	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%
Verdiente Beiträge (netto)	75,0%	64,4%	74,5%	75,1%	75,1%	75,1%
Finanzergebnis nach Risikovorsorge	25,0%	35,6%	25,5%	24,9%	24,9%	24,9%
Leistungen aus Versicherungsverträgen (netto)	66,63%	70,43%	66,12%	66,32%	66,32%	66,26%
Provisionsergebnis	-8,04%	-7,42%	-8,56%	-8,00%	-7,82%	-7,81%
Personalaufwendungen	11,04%	9,29%	10,96%	10,99%	10,99%	10,98%
Sachaufwendungen	7,93%	5,78%	8,28%	8,21%	8,02%	7,89%
Abschreibungen	1,15%	1,29%	1,14%	1,14%	1,14%	1,14%
Verwaltungsaufwendungen	20,12%	16,36%	20,38%	20,35%	20,16%	20,01%
Bewertungsergebnis	-10,37%	9,28%	-10,29%	-10,32%	-10,32%	-10,31%
Sonstiges betriebliches Ergebnis	0,80%	-0,43%	0,79%	0,79%	0,79%	0,79%
EBT	6,01%	5,35%	5,74%	6,13%	6,49%	6,71%
Ertragssteuern	1,97%	1,57%	1,96%	1,97%	1,97%	1,96%
Konzernüberschuss	4,03%	3,77%	3,78%	4,16%	4,53%	4,75%
Anteile Dritter	0,02%	0,01%	0,04%	0,04%	0,04%	0,04%
Jahresüberschuss	4,02%	3,76%	3,73%	4,12%	4,48%	4,70%

Quelle: Unternehmen (berichtete Daten), Montega (Prognosen)

Bilanz (in Mio. Euro) Wüstenrot & Württembergische	2018	2019	2020e	2021e	2022e	2023e
AKTIVA						
Barreserve	83,9	35,8	35,8	35,9	35,9	36,0
Zur Veräußerung gehaltene langfristige Vermögenswerte und aufgegebene Geschäftsbereiche	1.236,6	2.636,8	2.702,7	2.648,6	2.595,7	2.543,7
Finanzielle Vermögenswerte erfolgswirksam zum beizulegenden Zeitwert bewertet	6.778,7	8.299,6	8.341,1	8.257,7	8.175,1	8.093,4
Finanzielle Vermögenswerte erfolgswirksam zum beizulegenden Zeitwert bewertet (OCI)	32.044,7	36.808,8	37.729,0	38.483,6	39.253,2	40.038,3
Finanzielle Vermögenswerte zu fortgeführten Anschaffungskosten bewertet	28.102,4	23.984,0	23.953,1	23.997,8	24.042,8	24.088,1
Nachrangige Wertpapiere und Forderungen	133,4	164,0	164,3	164,6	165,0	165,3
Erstrangige Schuldscheindarlehen und Namensschuldverschreibungen	1.088,0	30,9	31,4	31,8	32,3	32,8
Erstrangige festverzinsliche Wertpapiere	1.054,9	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Baudarlehen	23.098,8	21.493,2	21.514,7	21.536,2	21.557,7	21.579,3
Sonstige Forderungen	2.727,4	2.220,5	2.242,7	2.265,2	2.287,8	2.310,7
Positive Marktwerte aus Sicherungsbeziehungen	61,7	89,0	89,1	89,2	89,3	89,4
Nach der Equity Methode bilanzierte finanzielle Vermögenswerte	93,0	100,1	100,2	100,3	100,4	100,5
Als Finanzinvestitionen gehaltene Immobilien	1.827,1	1.855,2	1.901,6	1.949,1	1.997,9	2.047,8
Anteil der Rückversicherer an den versicherungstechnischen Rückstellungen	297,2	276,1	276,3	276,6	276,9	277,2
Sonstige Aktiva	1.513,9	1.658,2	1.662,5	1.666,8	1.671,2	1.675,5
Bilanzsumme (Aktiva)	72.039,2	75.743,5	76.791,4	77.505,7	78.238,4	78.989,9
Quelle: Unternehmen (berichtete Daten), Montega (Prognosen)						
PASSIVA	2018	2019	2020e	2021e	2022e	2023e
Finanzielle Verbindlichkeiten z. Zeitwert	952,7	2.427,9	2.452,2	2.476,7	2.501,5	2.526,5
Finanzielle Verbindlichkeiten erfolgswirksam zum beizulegenden Zeitwert bewertet	455,3	80,3	81,5	82,7	84,0	85,2
Verbindlichkeiten	27.585,1	26.320,2	26.327,7	26.383,7	26.440,3	26.497,6
Verbriefte Verbindlichkeiten	1.286,6	947,6	957,0	966,6	976,3	986,0
Verbindlichkeiten gegenüber Kreditinstituten	1.454,5	2.233,0	2.255,3	2.277,9	2.300,7	2.323,7
Verbindlichkeiten gegenüber Kunden	23.580,7	21.641,4	21.643,6	21.645,8	21.647,9	21.650,1
Verbindlichkeiten aus Finanzierungsleasing	20,1	77,3	78,0	78,8	79,6	80,4
Sonstige Verbindlichkeiten	1.243,2	1.373,1	1.393,7	1.414,6	1.435,9	1.457,4
Negative Marktwerte aus Sicherungsbeziehungen	126,4	216,2	220,5	224,9	229,4	234,0
Versicherungstechnische Rückstellungen	34.728,2	37.429,1	37.432,9	37.436,6	37.440,4	37.444,1
Andere Rückstellungen	2.653,8	2.955,4	2.990,8	3.026,7	3.063,0	3.099,8
Sonstige Passiva	865,9	1.054,5	1.971,1	2.504,3	3.054,0	3.620,3
Steuerschulden	262,5	144,3	146,5	148,7	150,9	153,2
Latente Steuerschulden	570,3	904,3	926,9	950,1	973,9	998,2
Übrige Passiva	33,2	5,8	897,7	1.405,5	1.929,2	2.468,9
Nachrangkapital	435,5	424,9	431,2	437,7	444,3	450,9
I. Anteile W&W Aktionäre am eingezahltem Kapital	4.236,3	4.835,1	4.883,4	4.932,3	4.981,6	5.031,4
II: Anteile W&W Aktionäre am erw. Kapital	1.485,6	1.486,5	1.501,4	1.516,4	1.531,6	1.546,9
Anteile der W&W-Aktionäre am erwirtschafteten Kapital	2.725,9	3.313,5	3.346,6	3.380,1	3.413,9	3.448,0
Gewinnrücklagen	2.855,0	3.026,5	3.202,1	3.346,1	3.504,2	3.676,1
Übrige Rücklagen	-129,2	286,9	289,8	292,7	295,6	298,6
Nicht beherrschende Anteile am Eigenkapital	24,9	35,1	35,5	35,8	36,2	36,5
Bilanzsumme (Passiva)	72.039,2	75.743,5	76.791,4	77.505,7	78.238,4	78.989,9
Quelle: Unternehmen (berichtete Daten), Montega (Prognosen)						

DISCLAIMER

Dieses Dokument stellt weder ein Angebot noch eine Aufforderung zu einem Kauf oder einem Verkauf irgendwelches Wertpapiers dar. Es dient ausschließlich zu Informationszwecken. Dieses Dokument enthält lediglich eine unverbindliche Meinungsäußerung zu den angesprochenen Anlageinstrumenten und den Marktverhältnissen zum Zeitpunkt der Veröffentlichung des Dokuments. Aufgrund des Inhalts, der der allgemeinen Information dient, ersetzt dieses Dokument bei Anlageentscheidungen nicht die persönliche anleger- und objektgerechte Beratung und vermittelt nicht die für eine Anlageentscheidung grundlegenden Informationen, die in anderen Quellen, insbesondere in ordnungsgemäß genehmigten Prospekten, formuliert sind. Alle in diesem Dokument verwendeten Daten und die getroffenen Aussagen basieren auf Quellen, die wir für zuverlässig halten. Wir übernehmen jedoch keine Gewähr für deren Richtigkeit oder für deren Vollständigkeit. Enthaltene Meinungsäußerungen geben die persönliche Einschätzung des Autors zu einem bestimmten Zeitpunkt wieder. Diese Meinungen können jederzeit und ohne Ankündigung geändert werden. Eine Haftung des Analysten oder der ihn beauftragenden Institutionen sowohl für direkte als auch für indirekte Schäden ist ausgeschlossen. Dieser vertrauliche Bericht wird nur einem begrenzten Empfängerkreis zugänglich gemacht. Eine Weitergabe oder Verteilung an Dritte ist nur mit Genehmigung durch Montega zulässig. Alle gültigen Kapitalmarktregeln, die Erstellung, Inhalt und Vertrieb von Research in den verschiedenen nationalen Rechtsgebieten betreffen, sind anzuwenden und sowohl vom Lieferanten als auch vom Empfänger einzuhalten. Verbreitung im Vereinigten Königreich: Das Dokument ist nur zur Verteilung an Personen bestimmt, die berechnigte Personen oder freigestellte Personen im Sinne des Financial Services Act 1986 oder eines auf seiner Grundlage erfolgten Beschlusses sind, oder an Personen, die in Artikel 11 (3) des Financial Act 1986 (Investments Advertisements) (Exemptions) Order 1996 (in der jeweils geltenden Fassung) beschrieben sind, und es ist nicht beabsichtigt, dass sie direkt oder indirekt an einen anderen Kreis von Personen weitergeleitet werden. Weder das Dokument noch eine Kopie davon darf in die Vereinigten Staaten von Amerika, Kanada, Japan oder in deren Territorien oder Besitzungen gebracht, übertragen oder verteilt werden.

Erklärung gemäß § 85 WpHG und Art. 20 Verordnung (EU) Nr. 596/2014 i.V.m. Delegierte Verordnung 2016/958 (Stand: 01.09.2020): Montega AG hat mit diesem Unternehmen eine Vereinbarung über die Erstellung einer Finanzanalyse getroffen. Diese Finanzanalyse wurde vor ihrer Veröffentlichung dem Emittenten zugänglich gemacht und danach geändert. Ein mit Montega verbundenes Unternehmen kann am Grundkapital des Emittenten beteiligt sein oder sonstige Finanzinstrumente an diesem Unternehmen halten.

Alle Preise von Finanzinstrumenten, die in dieser Finanzanalyse angegeben werden, sind Schlusskurse des in der Analyse angegebenen Datums (bzw. des Vortags), soweit nicht ausdrücklich ein anderer Zeitpunkt genannt wird. Die Aktualisierung der vorliegenden Publikation erfolgt bei Anlässen, die nach Einschätzung von Montega kursrelevant sein können. Auf das Einstellen der regelmäßigen Kommentierung von Anlässen im Zusammenhang mit dem Emittenten (Coverage) wird vorab hingewiesen.

Informationsquellen: Wesentliche Informationsquellen für die Erstellung der vorliegenden Analyse sind Veröffentlichungen des Emittenten sowie öffentlich zugängliche Informationen in- und ausländischer Medien, die Montega als zuverlässig erachtet. Des Weiteren wurden zur Erstellung der Analyse Gespräche mit Personen des Managements oder dem Bereich Investor Relations des betreffenden Unternehmens geführt.

Hinweis gemäß MiFID II (Stand: 01.09.2020): Die vorliegende Publikation wurde auf Basis einer vertraglichen Vereinbarung zwischen der Montega AG und dem Emittenten erstellt und von diesem vergütet. Dieses Dokument wurde weitreichend veröffentlicht sowie allen Interessenten zeitgleich zugänglich gemacht. Der Erhalt gilt somit als zulässiger geringfügiger nichtmonetärer Vorteil im Sinne des § 64 Abs. 7 Satz 2 Nr. 1 und 2 des WpHG.

Wesentliche Grundlagen und Maßstäbe der im Dokument enthaltenen Werturteile: Die Bewertungen, die den Anlageurteilen der Montega AG zugrunde liegen, stützen sich auf allgemein anerkannte und weit verbreitete Methoden der fundamentalen Analyse, wie das DCF-Modell, Peer-Group-Vergleiche, gegebenenfalls auf ein Sum-of-the-parts-Modell.

Bedeutung des Anlageurteils:

Kaufen: Nach Auffassung des Analysten der Montega AG steigt der Aktienkurs innerhalb der kommenden zwölf Monate, sofern textlich nicht ein anderer Zeithorizont explizit genannt wird.

Halten: Nach Auffassung des Analysten der Montega AG bleibt der Aktienkurs innerhalb der kommenden zwölf Monate stabil, sofern textlich nicht ein anderer Zeithorizont explizit genannt wird.

Verkaufen: Nach Auffassung des Analysten der Montega AG fällt der Aktienkurs innerhalb der kommenden zwölf Monate, sofern textlich nicht ein anderer Zeithorizont explizit genannt wird.

Zuständige Aufsichtsbehörde:

Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht
 Graurheindorfer Str. 108 und Marie-Curie-Str. 24-28
 53117 Bonn 60439 Frankfurt

Kontakt Montega AG:

Schauenburgerstraße 10
 20095 Hamburg
www.montega.de
 Tel: +49 40 4 1111 37 80

Kurs- und Empfehlungs-Historie

Empfehlung	Datum	Kurs	Kursziel	Potenzial
Kaufen (Ersteinschätzung)	11.02.2016	17,92	25,00	+40%
Kaufen	18.02.2016	18,26	25,00	+37%
Kaufen	31.03.2016	19,30	25,00	+30%
Kaufen	13.05.2016	18,45	25,00	+36%
Kaufen	14.06.2016	17,40	25,00	+44%
Kaufen	15.08.2016	17,75	25,00	+41%
Kaufen	15.11.2016	18,00	25,00	+39%
Kaufen	24.02.2017	18,86	25,00	+33%
Kaufen	03.04.2017	18,60	24,50	+32%
Kaufen	15.05.2017	18,88	24,50	+30%
Kaufen	03.07.2017	19,16	25,00	+31%
Kaufen	14.08.2017	21,81	25,00	+15%
Kaufen	14.11.2017	22,68	25,00	+10%
Kaufen	29.03.2018	19,12	23,00	+20%
Kaufen	23.04.2018	19,54	23,00	+18%
Kaufen	09.08.2018	18,70	23,50	+26%
Kaufen	21.08.2018	19,72	23,50	+19%
Kaufen	19.11.2018	17,70	23,50	+33%
Kaufen	17.12.2018	16,24	23,50	+45%
Kaufen	07.02.2019	17,10	21,00	+23%
Kaufen	02.04.2019	17,62	21,50	+22%
Kaufen	23.04.2019	18,78	23,00	+22%
Kaufen	17.05.2019	18,58	23,00	+24%
Kaufen	14.08.2019	17,70	23,00	+30%
Kaufen	15.11.2019	18,82	23,00	+22%
Kaufen	13.05.2020	15,88	21,00	+32%
Kaufen	27.05.2020	15,80	21,00	+33%
Kaufen	01.09.2020	14,58	21,00	+44%