

**Empfehlung:** **Kaufen**

**Kursziel:** **25,00 Euro**

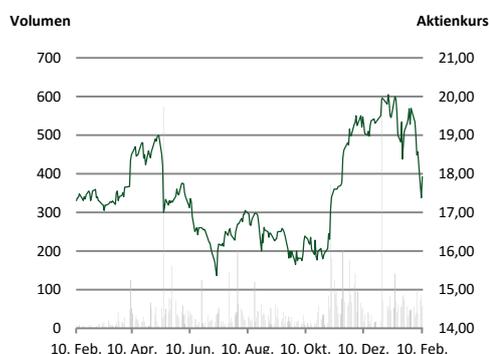
**Kurspotenzial:** **+40 Prozent**

**Aktiendaten**

KURS (Schlusskurs Vortag)	17,92 Euro (XETRA)
Aktienanzahl (in Mio.)	93,70
Marktkap. (in Mio. Euro)	1.679,1
Ticker	WUW
ISIN	DE0008051004

**Kursperformance**

52 Wochen-Hoch (in Euro)	20,35
52 Wochen-Tief (in Euro)	15,24
3 M relativ zum CDAX	+17,8%
6 M relativ zum CDAX	+25,3%



Quelle: Capital IQ

**Aktionärsstruktur**

Streubesitz	20,3%
Wüstenrot Holding	66,3%
Horus Finanzholding GmbH	13,4%

**Termine**

GB 2015	30. März 2016
Zwischenmitteilung Q1	13. Mai 2016

**Prognoseanpassung**

	2015e	2016e	2017e
Umsatz (alt)	3.922,4	3.961,6	4.002,0
Δ in %	-	-	-
EBT (alt)	334,5	322,8	318,7
Δ in %	-	-	-
EPS (alt)	2,84	2,64	2,61
Δ in %	-	-	-

**Analyst**

Frank Biller, CFA  
 +49 40 41111 37 67  
 f.biller@montega.de

**Publikation**

Studie 11. Februar 2016

**Mit kontinuierlichen Effizienzsteigerungen erfolgreich im herausfordernden Marktumfeld**

Die Wüstenrot & Württembergische-Gruppe zählt zu den bedeutenden deutschen Finanzdienstleistern und zeichnet sich durch ein breites Produktspektrum aus. Dieses umfasst Finanzdienstleistungen und Vorsorgelösungen aus den Bereichen Personen- und Sachversicherung, Bankdienstleistungen, Bausparen, Baufinanzierung sowie Assetmanagement.

**Das Unternehmen verfügt über eine gute Wettbewerbsqualität.** Diese basiert auf der marktführenden Stellung mit einer sehr hohen Reichweite im direkten und indirekten Vertrieb im Geschäftsfeld Bausparen (Nr. 2 in Deutschland), einer überlegenen Risiko-Selektion in der Sachversicherung, die sich in günstigen Schadensquoten ausdrückt und einer hohen Reputation der Marken Wüstenrot und Württembergische.

Absatzseitig bewegt sich W&W überwiegend in einem **herausfordernden Marktumfeld** – dieses ist vom Niedrigzinsumfeld, kaum wachsenden Absatzmärkten und der fortschreitenden Regulierung geprägt. Insbesondere in den Geschäftsfeldern Personenversicherung und Bausparkasse mindert das Niedrigzinsumfeld die Attraktivität der Produkte. In diesem Umfeld gelang es W&W zuletzt jedoch, insgesamt ein robustes Neugeschäft zu erzielen.

Obwohl beim Neugeschäft kaum Wachstum erzielt werden konnte, ist es W&W in den vergangenen Geschäftsjahren dennoch gelungen, **das Ergebnisniveau kontinuierlich zu steigern.** Basis dieses Erfolgs ist eine hohe Kostendisziplin und einhergehende Effizienzsteigerungen. So konnte der Verwaltungsaufwand in den vergangenen Jahren sukzessive reduziert werden. Dies erlaubt es dem Konzern, für das Gesamtjahr 2015 ein Rekordergebnis im Bereich 240 bis 280 Mio. Euro zu prognostizieren. Die Anstrengungen zur Effizienzsteigerung werden vom Unternehmen fortgeführt. Das entsprechende Programm W&W@2020 wurde bereits im vergangenen Jahr implementiert. Wir erwarten vor diesem Hintergrund, dass die Kostenbasis in den kommenden Jahren konstant gehalten werden kann und das erreichte Ergebnisniveau nachhaltig ist.

**Fazit:** Wir erachten W&W als ein defensives Investment im Bereich Finanzdienstleistungen. Das breite Produktspektrum und die Unternehmenspolitik verleihen Stabilität. Die kontinuierlichen Anstrengungen zur Steigerung der Effizienz haben die Unternehmensgruppe auf ein nachhaltig höheres Profitabilitätsniveau gehoben. Trotz moderater Eigenkapitalrendite erachten wir die Bewertung der Aktie als attraktiv. Das KBV 2016e liegt bei 0,5x, der entsprechende Wert für das KGV bei 6,8x. Wir nehmen die Coverage der Aktie mit dem Rating Kaufen und einem Kursziel von 25,00 Euro auf. Unterstützung für das Erreichen des Kursziels dürfte die zuletzt deutlich erhöhte Liquidität der Aktie, die perspektivische Aufnahme in den SDAX und die verstärkte Kapitalmarktkommunikation des Unternehmens bieten.

Geschäftsjahresende: 31.12.	2013	2014	2015e	2016e	2017e
Verdiente Beiträge (netto)	3.840,4	3.939,4	3.922,4	3.961,6	4.002,0
Veränderung yoy	-1,8%	2,6%	-0,4%	1,0%	1,0%
Finanzergebnis	2.178,8	2.302,5	2.157,4	2.134,6	2.106,2
EBT	184,7	283,0	334,5	322,8	318,7
Konzernüberschuss	155,0	242,0	273,0	252,0	247,9
Jahresüberschuss	143,1	233,4	266,5	247,1	244,3
EBT	3,1%	4,5%	5,5%	5,3%	5,2%
EAT	2,6%	3,9%	4,5%	4,1%	4,1%
Combined Ratio	115,8%	95,8%	94,0%	95,0%	95,0%
ROE	4,5%	6,6%	7,4%	6,2%	6,1%
EPS	1,65	2,58	2,84	2,64	2,61
Dividende	0,50	0,50	0,60	0,65	0,70
Dividendenrendite	2,8%	2,8%	3,3%	3,6%	3,9%
KGV	10,9	6,9	6,3	6,8	6,9
P/B	0,5	0,6	0,5	0,5	0,5

Quelle: Unternehmen, Montega, CapitalIQ

Angaben in Mio. EUR, EPS in EUR Kurs: 17,92

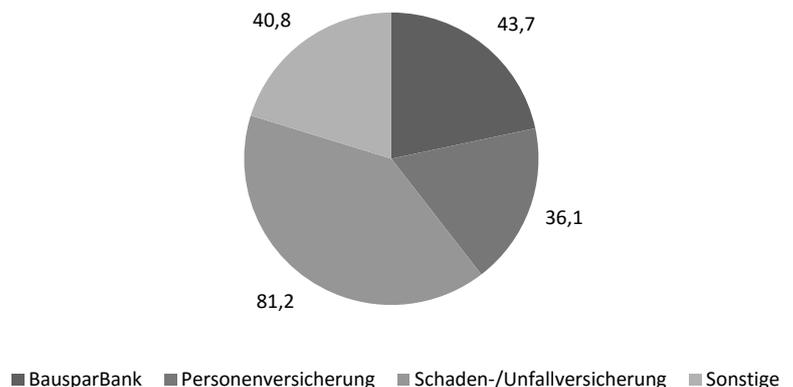
## INHALTSVERZEICHNIS

<b>Investment Case</b>	<b>3</b>
Herausforderungen durch Niedrigzinsumfeld und Regulierung	3
Wettbewerbsqualität basiert auf verschiedenen Faktoren	5
Neugeschäft in anspruchsvollem Marktumfeld insgesamt leicht positiv	6
Finanzergebnis geprägt durch Kapitalmarktentwicklung und regulatorische Anforderungen	7
Neugeschäft dürfte stabil bleiben	7
Kostendisziplin, Effizienzsteigerungen und Hebung von Ertragspotenzialen	9
Nach Rekordergebnis nachhaltig verbesserte Ertragslage	9
Guter Newsflow sollte sich fortsetzen	10
Aktuelles Kursniveau bietet weiteres Upside-Potenzial	10
Fazit	11
<b>Timing und Sentiment</b>	<b>12</b>
Newsflow bleibt positiv – Ergebnisseitig aber nachlassender Rückenwind	12
<b>SWOT</b>	<b>13</b>
Stärken	13
Schwächen	13
Chancen	13
Risiken	13
<b>Markt und Wettbewerb</b>	<b>14</b>
Produkte und Märkte	14
Vorsorgebedarf bleibt hoch	14
Lebensversicherung mit Strukturellen Herausforderungen	14
Regulierung bleibt Dauerthema	16
Sachversicherung legt sukzessive zu	16
Niedrigzinsumfeld belastet Markt für Bausparprodukte	17
Immobilienfinanzierung	18
Assetmanagement	18
Vertrieb als Schlüssel zum Erfolg im Wettbewerb	18
Digitalisierung der Absatzmärkte birgt Chancen und Risiken	18
<b>Wettbewerbsqualität</b>	<b>20</b>
<b>Finanzen</b>	<b>22</b>
Jüngste Performance gut, aber inhomogen	22
Rückgang des Finanzergebnis setzt sich fort	23
Hohe Kostendisziplin führt zu Ergebnisanstieg	23
Verbessertes Ergebnisniveau ist nachhaltig	24
Solide Bilanzqualität	25
<b>Bewertung</b>	<b>27</b>
Residual-Income-Model	27
Peer-Group-Vergleich	27
Historische Bewertung	28
<b>Unternehmenshintergrund</b>	<b>30</b>
Geschäftsfelder	31
Vertriebsnetz und Kunden	32
Management	32
Aktionärsstruktur	33
<b>Anhang</b>	<b>35</b>
<b>Disclaimer</b>	<b>37</b>

## INVESTMENT CASE

Die Wüstenrot & Württembergische-Gruppe (W&W) gehört zu den bedeutenden deutschen Finanzdienstleistungsunternehmen. Neben der Kernregion Deutschland ist W&W auch in Tschechien aktiv. Die Unternehmensgruppe verfügt über ein breites Produktspektrum aus den Bereichen Personen- und Sachversicherung, Bankdienstleistungen, Bausparen und Baufinanzierung sowie Assetmanagement. Damit tritt W&W als Allfinanzdienstleister auf. Die Aktivitäten sind in den beiden Geschäftsfeldern Bausparen und Bankdienstleistungen (BausparBank) sowie Versicherung zusammengefasst. Im Geschäftsfeld BausparBank liegt der Schwerpunkt auf der Bausparkasse (Wüstenrot). Hier gehört das Unternehmen zu den Marktführern. Im Geschäftsfeld Versicherung (Württembergische) ist gemessen an den Bruttobeiträgen die Personenversicherung mit dem Schwerpunkt Lebensversicherung dominierend. Ergebnisseitig hat jedoch die Sachversicherung (Schaden und Unfall) eine höhere Bedeutung für den Konzern.

**Aufteilung Nettoergebnis nach Segmenten**  
(in Mio. Euro) 9M 2015



Quelle: Unternehmen

## Herausforderungen durch Niedrigzinsumfeld und Regulierung

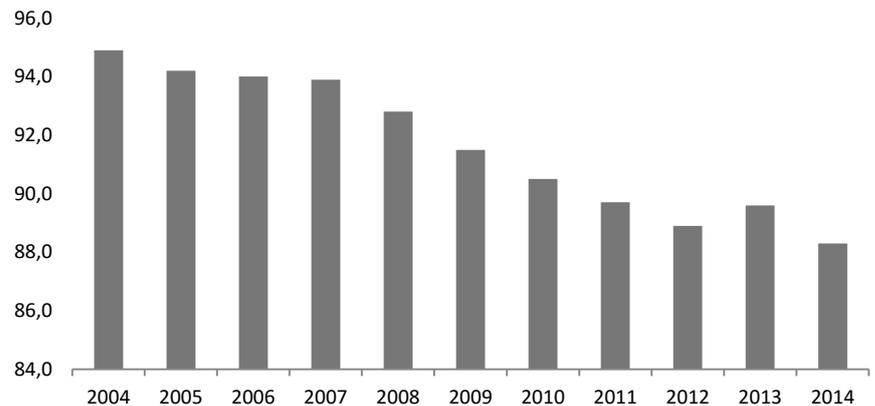
W&W agiert in einem wettbewerbsintensiven Markt, der von fortschreitender Regulierung und den besonderen Herausforderungen des Niedrigzinsumfelds geprägt ist. Die Auswirkungen dieses Umfelds auf die Entwicklung der einzelnen Geschäftsfelder fallen dabei unterschiedlich aus. So bremst das Niedrigzinsumfeld das Neugeschäft der Bausparkasse und der Lebensversicherung. Im Bereich Baufinanzierung hingegen stellt es sich als wesentlicher Wachstumstreiber dar.

Im Folgenden werden die Marktbedingungen der drei wesentlichen Geschäftsfelder beleuchtet.

**Personenversicherung:** Im Segment Personenversicherung ist das Lebensversicherungsgeschäft deutlich wichtiger als das noch relativ junge Geschäftsfeld Krankenversicherung. Dabei ist W&W im deutschen Lebensversicherungsmarkt auf Rang 15 der größten Anbieter (Bruttobeiträge 2014). W&W hat wie alle Anbieter absatzseitig mit strukturellen Herausforderungen zu kämpfen. Die kontinuierlich sinkende Garantieverzinsung im Neugeschäft und fallende Erwartungen an die Gesamtverzinsung aufgrund der seit der Jahrtausendwende im Trend rückläufigen Nettoverzinsung der Kapitalanlagen lassen das Produkt der klassischen Kapitallebensversicherung am Markt zunehmend unattraktiv erscheinen. Auch die demographische Entwicklung in Deutschland hat Auswirkungen auf das Neugeschäft. Einerseits steigt zwar der Vorsorgebedarf mit dem sinkenden Niveau der umlagefinanzierten gesetzlichen Rentenversicherung, andererseits schrumpft die Zielgruppe, die für den Abschluss langfristiger Vorsorgeverträge in Frage

kommt. Insgesamt überwiegen damit in den kommenden Jahren die dämpfenden Faktoren für die Perspektiven des Neugeschäfts bei Lebensversicherungsprodukten. Unseres Erachtens setzt sich damit der Trend der vergangenen Jahre mit kontinuierlich leicht rückläufigen Vertragsbeständen fort.

**Vertragsbestand in der Lebensversicherung in Deutschland**  
(in Millionen Kapital- und Risikolebensversicherungen sowie Rentenversicherungen, in Millionen)

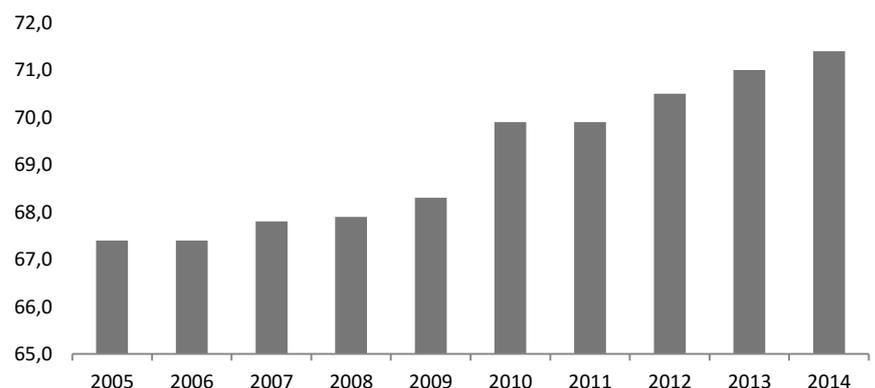


Quelle: GDV

**Sachversicherung:** Mit einem Marktanteil von 2,2% im Bereich Sachversicherung belegt W&W Platz 12 der Anbieter in Deutschland. Damit zählt W&W zu den signifikanten Marktteilnehmern in einem fragmentierten Markt. Der Schwerpunkt in der Sachversicherung liegt auf KFZ-Versicherungen. Darüber hinaus werden private und gewerbliche Schaden- und Unfallversicherungen angeboten.

Der Bestand des Gesamtmarktes an Sachversicherungsverträgen wuchs zuletzt im Trend geringfügig um 1% - das gesamte Beitragsvolumen stieg dabei im niedrigen einstelligen Bereich.

**Vertragsbestand in der Sachversicherung in Deutschland**  
(in Millionen)

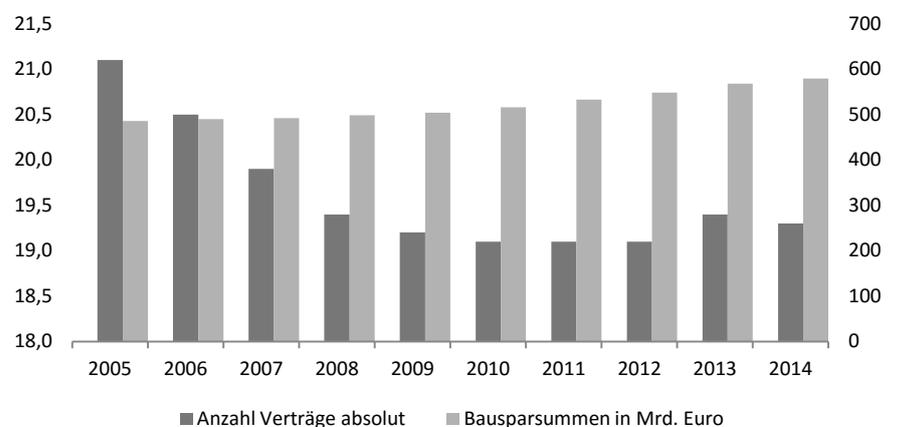


Quelle: GDV

**Bausparkasse:** Im Bereich Bausparen gehört W&W zu den Marktführern. Gemessen am Bestand der Bausparverträge ist die Wüstenrot Bausparkasse der zweitgrößte Marktteilnehmer hinter der Schwäbisch Hall Bausparkasse und vor der BHW und der LBS-Gruppe. Die weiteren Marktteilnehmer verfügen über keine signifikanten Marktanteile.

Insgesamt stagnierte der Bestand an Bausparverträgen in den letzten fünf Jahren weitgehend. Die Bausparsumme stieg hingegen durchschnittlich im niedrigen einstelligen Prozentbereich p.a. Das Zinsumfeld stellt einen Belastungsfaktor für das Neugeschäft dar – aufgrund der günstigen Finanzierungsbedingungen für Wohneigentum werden Bausparverträge für die Sicherung des niedrigen Zinsniveaus nachgefragt. Die Nachfrage nach Bausparverträgen als Sparprodukt ist jedoch rückläufig. Gleichzeitig werden zuteilungsreife Bausparverträge häufig nicht abgerufen, da der Kunde die Finanzierung günstiger über eine klassische Baufinanzierung erhält. Die Verzinsung älterer Bauverträge liegt dabei über dem Marktniveau für Sparanlagen. W&W ist deshalb, wie die gesamte Branche, dazu übergegangen, zuteilungsreife Bausparverträge zu kündigen und dem Kunden das Guthaben auszuzahlen. Dieses für die Bausparkassen wirtschaftlich sinnvolle Vorgehen wird von Verbraucherschützern kritisiert und ist rechtlich umstritten.

#### Vertragsbestände bei den privaten Bausparkassen



Quelle: VDPB

**Bank:** Insgesamt agiert W&W in den Geschäftsfeldern Bank und Assetmanagement in einem wettbewerbsintensiven Markt, der von einer Vielzahl nationaler und internationaler Anbieter bedient wird. Im Bankgeschäft profitiert W&W von der sehr guten Marktentwicklung bei Baufinanzierungen. Das Neugeschäft für Wohnungsbaufinanzierungen für Privathaushalte wuchs in den ersten drei Quartalen 2015 um 26,3%. Das niedrige Zinsniveau, höhere Immobilienpreise und Wohnraumknappheit in Ballungszentren waren die Treiber dieser Entwicklung.

Der Absatz klassischer Bankanlageprodukte leidet hingegen unter dem Niedrigzinsumfeld und der damit einhergehenden geringeren Sparneigung der Verbraucher. Der Absatz kapitalmarktorientierter Anlagen, insbesondere Produkte aus dem Bereich **Assetmanagement** profitiert vom Trend zu kapitalmarktorientierten Produkten und Anlagen. Wichtige Faktoren dieser Entwicklung sind das Niedrigzinsumfeld und das überwiegend positive Kapitalmarktumfeld der letzten Jahre. Die in Deutschland ansässigen Fondsgesellschaften verzeichneten laut BVI per Ende Oktober 2015 einen Anstieg der Assets under Management um 11% gegenüber dem Jahresbeginn auf 2,58 Billionen Euro.

#### Wettbewerbsqualität basiert auf verschiedenen Faktoren

W&W hat sich als Allfinanzanbieter positioniert. Das **diversifizierte Produktportfolio** bietet Stabilität und Cross-Selling-Potenzial. Dabei beruht die Wettbewerbsqualität der einzelnen Geschäftsfelder auf unterschiedlichen Faktoren. Diese sind insbesondere:

- Eine sehr gute Risiko-Selektion im Bereich Sachversicherung: Aufgrund der guten Abschätzung des Risikopotenzials des Versicherungsnehmers durch den Vertrieb erreicht W&W eine im Branchenvergleich günstige Schadensquote (Combined

Ratio brutto 2014: 95,8%) und dadurch eine hohe Rentabilität in diesem Segment. Auf diese Weise zahlt sich die ausgeprägte Kundennähe aus.

- Ein sehr weitreichendes Vertriebsnetzwerk mit starken Partnern: Der Vertrieb basiert auf einer Multikanalstrategie. Neben zwei Ausschließlichkeitsorganisationen arbeitet W&W mit Maklern zusammen, besetzt das Thema Online-Vertrieb und verfügt über ein umfangreiches Netzwerk an Vertriebspartnern. Dies gilt insbesondere für das Geschäftsfeld Bausparkasse. Durch Vertriebspartner aus den Bereichen Banken, Versicherungen, Finanzvertrieb und Makler erreicht W&W hier einen potenziellen Zugang zu 40 Mio. Kunden.
- Eine hohe Reputation als Finanzdienstleister: W&W wies in der Finanzkrise eine hohe Stabilität auf. Zudem konnten Reputationsschäden im Bereich Versicherungsvertrieb, die einige renommierte Marktteilnehmer erlitten, vermieden werden. Dies trägt zum guten Marken-Image bei.
- Kontinuierliche Effizienzsteigerung bzw. eine große Kostendisziplin: Seit dem 2007 eingeleiteten Restrukturierungsprogramm setzt W&W nun das dritte Programm zur Effizienzsteigerung und Stärkung der Marktposition um. Die Effizienzsteigerungen haben sich in den vergangenen Jahren durch einen rückläufigen Verwaltungskostenaufwand einhergehend mit einem Rückgang der Mitarbeiterzahl gezeigt. Dieser Weg wird fortgeführt. Künftig stehen Effizienzgewinne durch die verstärkte Digitalisierung der Prozesse im Fokus.

### Neugeschäft in anspruchsvollem Marktumfeld insgesamt leicht positiv

Durch die gute Positionierung im Wettbewerb war es dem W&W-Konzern möglich, in einem herausfordernden Marktumfeld leicht positive Neugeschäftszahlen **nach neun Monaten 2015** auszuweisen. Dies unterstreicht die hohe Qualität, die das Unternehmen im Wettbewerb hat.

Die Entwicklung der einzelnen Geschäftsfelder stellt sich dabei jedoch höchst unterschiedlich dar. Die folgende Grafik gibt einen Überblick über die Segmente.

Vertriebskennzahlen nach Segmenten (in Mio. Euro)	9M/2015*	9M/2014	Veränderung yoy
<b>Segment BausparBank</b>			
<i>Brutto-Bausparneugeschäft*</i>	14.100,0	13.700,0	2,9%
<i>Netto-Bausparneugeschäft*</i>	11.700,0	11.500,0	1,7%
<i>Baufinanzierung (Neugeschäft inkl. Fremdbuch)</i>	5.500,0	4.700,0	17,0%
<b>Segment Personenversicherung</b>			
<i>Gebuchte Bruttobeiträge</i>	1.625,0	1.690,2	-3,9%
<i>Neubeiträge</i>	405,3	457,4	-11,4%
<b>Segment Schaden-/Unfallversicherung</b>			
<i>Gebuchte Bruttobeiträge</i>	1.379,0	1.329,5	3,7%
<i>Neubeiträge (gemessen am Jahresbestandsbeitrag)</i>	170,0	165,9	2,5%
<b>Assetmanagement</b>			
<i>Absatz Fonds</i>	243,3	209,4	16,2%

\* Bauspargeschäft und Baufinanzierung: Gesamtjahr 2015 ggü. 2014

Quelle: Unternehmen

**Personenversicherung:** Der Neubeitrag ging zwar deutlich auf 405,3 Mio. Euro (Vj. 457,4 Millionen Euro) zurück. Dies lag jedoch ausschließlich an einem geringeren Volumen bei Einmalbeiträgen. Die laufenden Neubeiträge blieben hingegen mit 69,1 Mio. Euro (Vj. 69,0 Mio. Euro) weitgehend konstant.

**Sachversicherung:** Das Neugeschäft mit Schaden- und Unfallversicherungen konnte um 2,5% auf 170 Mio. Euro (Vj. 165,9 Mio. Euro) gesteigert werden. Diese Entwicklung wurde durch das Geschäft mit KFZ-Versicherungen getragen. Hier wurde ein Anstieg des Neugeschäfts verzeichnet, während das Neugeschäft mit Firmen- und Privatkunden leicht rückläufig war.

**Bausparkasse:** Das Neugeschäft konnte gemessen an der Bausparsumme in **2015 den vorläufigen Zahlen zufolge** trotz der marktbedingten Herausforderungen um 1,7% auf 11,7 Mrd. Euro (Vj. 11,5 Mrd. Euro) leicht gesteigert werden.

**Baufinanzierung:** Das Volumen der neu abgeschlossenen und vermittelten Baufinanzierungsverträge stieg in **2015 nach vorläufig berichteten Zahlen** deutlich um 15% auf 5.500 Mio. Euro (Vj. 4.700 Mio. Euro). Dies beinhaltet auch die in Fremdbücher weitergeleiteten Finanzierungen.

**Sonstige:** Die sonstigen Segmente, mit jeweils geringer Bedeutung für den Gesamtkonzern, umfassen die Aktivitäten im Bereich Assetmanagement, Immobilienmanagement, die tschechische Tochtergesellschaft sowie das konzerninterne Rückversicherungsgeschäft. Diese Geschäftsfelder verzeichneten durchgehend positive operative Entwicklungen. So konnte im Bereich Assetmanagement das Volumen der vermittelten Fonds auf 243,2 Mio. Euro (Vj. 209,4 Mio. Euro) gesteigert werden.

Insgesamt konnten im Bereich Versicherungen auf Konzernebene die verdienten Beiträge um 0,6% auf 2.863,4 Mio. Euro gesteigert werden. Das Provisionsergebnis lag mit minus 283,7 Mio. Euro in etwa auf Vorjahresniveau (minus 285,7 Mio. Euro).

### **Finanzergebnis geprägt durch Kapitalmarktentwicklung und regulatorische Anforderungen**

Das Finanzergebnis nach Risikoversorge ging in den ersten neun Monaten 2015 gegenüber der Vorjahresperiode von 1.603,8 Mio. Euro auf 1.469,5 Mio. Euro zurück. Belastend wirkte sich das Ergebnis aus zum Zeitwert zu bewertenden Vermögenswerten aus. Hierbei waren zu Sicherungszwecken gehaltene Derivate maßgeblich. Eine deutliche Steigerung war hingegen bei den Veräußerungsgewinnen bei festverzinslichen Wertpapieren und den als Finanzinvestitionen gehaltenen Immobilien zu verzeichnen. Die Realisierung der Veräußerungsgewinne steht auch im Zusammenhang mit regulatorischen Anforderungen (Zinszusatzreserve). Das Ergebnis aus Forderungen, Verbindlichkeiten und Nachrangkapital war hingegen rückläufig. Das Ergebnis aus der Risikoversorge verbesserte sich leicht, hatte jedoch keine signifikante Bedeutung für die Veränderung des Finanzergebnisses.

### **Neugeschäft dürfte stabil bleiben**

Die zuletzt gezeigte robuste Entwicklung im Neugeschäft mit der heterogenen Entwicklung auf Ebene der einzelnen Geschäftsfelder setzt sich aus unserer Sicht weiter fort. Dabei erwarten wir keine wesentlichen Veränderungen der strukturellen Gegebenheiten in den Absatzmärkten von W&W. Gleichzeitig dürfte das Finanzergebnis moderate Rückgänge aufweisen, da unseres Erachtens das herausfordernde Zinsumfeld auch mittelfristig anhält. Die hohe Bedeutung regulatorischer Themen bleibt ein wichtiger Einflussfaktor für die Unternehmensentwicklung. Für die einzelnen Geschäftsfelder erwarten wir vor diesem Hintergrund folgende Entwicklungen, die auch Basis unserer Prognosen sind:

**Lebensversicherung:** Wir gehen davon aus, dass das Neugeschäft (gebuchte Bruttobeiträge) im Bereich Lebensversicherung mittelfristig stagnierend bis leicht rückläufig ist. Mögliche Rückgänge des Neugeschäfts dürften dabei im niedrigen einstelligen Prozentbereich liegen. W&W sollte sich dabei weitgehend im Rahmen des Gesamtmarktes bewegen.

**Sachversicherung:** Unseres Erachtens setzt sich das Wachstum des Beitragsvolumens im niedrigen einstelligen Prozentbereich im Markt für Sachversicherungen fort. Für W&W hat dabei die Wettbewerbsintensität im Bereich KFZ-Versicherungen eine hohe Bedeutung. Diese hatte sich in 2015 etwas abgeschwächt. Grundsätzlich ist jedoch keine Änderung des Wettbewerbsumfelds zu erwarten.

(in Mio. Euro)	2013	2014	2015e	2016e	2017e
<b>Verdiente Beiträge</b> (netto)	3.840,4	3.939,4	3.922,4	3.961,6	4.002,0
<i>Veränderung yoy</i>	-2,9%	2,6%	-0,4%	1,0%	1,0%
<b>davon Personen</b>	2.391,2	2.428,9	2.330,0	2.324,2	2.318,4
<i>Veränderung yoy</i>	-4%	2%	-4,1%	-0,2%	-0,2%
<b>davon Sach</b>	1.523,4	1.580,1	1.658,4	1.704,5	1.753,6
<i>Veränderung yoy</i>	3,2%	3,7%	5,0%	2,8%	2,9%
<b>Konsolidierung</b>	-74,23	-69,63	-66,00	-67,00	-70,00

Quelle: Unternehmen, Montega

**Bausparkasse:** Das Neugeschäft der Bausparkasse leidet an der rückläufigen Attraktivität von Bausparverträgen als Sparprodukt. Hinzu kommt eine hohe Marktdurchdringung des Produktes. Im derzeitigen Zinsumfeld resultiert die Nachfrage nach Bausparprodukten aus der Nachfrage zur Sicherung des derzeitigen Zinsniveaus. W&W hat auf diese Bedingungen mit einer neuen Tarifgeneration reagiert, die im ersten Quartal 2016 eingeführt wurde. Die Tarife bieten eine höhere Flexibilität als bisherige Tarife hinsichtlich des Sparzwecks. So wird verstärkt das Thema Modernisierung und Umbau in den Fokus gestellt, um so die Zielgruppe zu erweitern. Einzelne Tarife sind zudem mit staatlich geförderter Vorsorge kombinierbar (Riester). Darüber hinaus wurden die Darlehenszinssätze den aktuellen Marktbedingungen angepasst. Mit den neuen Tarifen dürfte es W&W gelingen, ein robustes Neugeschäft zu generieren und in einem tendenziell leicht schrumpfenden Markt Marktanteile zu gewinnen.

(in Mio. Euro)	2013	2014	2015	2016e	2017e
<b>Netto-Neugeschäft BS</b>	12.775,7	11.533,3	11.700,0	11.800,0	11.900,0
<i>Veränderung yoy</i>	4,7%	-9,7%	1,4%	0,9%	0,8%

Quelle: Unternehmen, Montega

**Bank:** Wichtiger Ergebnistreiber bleiben die Baufinanzierungen. Aufgrund von Basiseffekten dürfte das Wachstum zwar nachlassen, ein anhaltend hoher Bedarf an Wohnraum und attraktive Finanzierungsbedingungen dürften jedoch weiterhin für ein günstiges Marktumfeld mit mittelfristig mittleren einstelligen Zuwachsraten sorgen. Bei Anlageprodukten sollte aufgrund des Niedrigzinsumfelds die Hinwendung zu kapitalmarktorientierten Anlagen anhalten. Von dieser Entwicklung profitiert W&W im Bereich **Assetmanagement**. Hier gehen wir trotz hoher Volatilität von einer im Trend positiven Entwicklung aus.

(in Mio. Euro)	2013	2014	2015e	2016e	2017e
<b>Baufinanzierung</b> (neu)*	4.643,00	3.916,30	4.347,09	4.694,86	5.023,50
<i>Veränderung yoy</i>	-11%	-16%	11%	8%	7%

\* exkl. Fremdbuch

Quelle: Unternehmen, Montega

**Kapitalanlagen/Finanzergebnis:** Das Finanzergebnis steht wegen des Niedrigzinsumfelds weiterhin unter Druck. Da die Renditen der Neu- und Wiederanlage bei den Kapitalanlagen überwiegend unter der laufenden Verzinsung der Bestände liegen, dürften die Kapitalerträge mit dem anhaltenden Niedrigzinsumfeld sukzessive rückläufig sein.

(in Mio. Euro)	2013	2014	2015e	2016e	2017e
<b>Finanzergebnis</b>	2.178,8	2.302,5	2.157,4	2.134,6	2.106,2
<i>Veränderung yoy</i>	13%	6%	-6%	-1%	-1%

Quelle: Unternehmen, Montega

Im Neugeschäft erwarten wir neben anhaltend guten Bedingungen für den Absatz von Baufinanzierung Impulse aus neuen Produkten der Bausparkasse. Insgesamt bieten die Absatzmärkte jedoch wenig Wachstumspotenzial. Wichtig bleibt deshalb ein striktes Management der Kosten.

### **Kostendisziplin, Effizienzsteigerungen und Hebung von Ertragspotenzialen**

W&W stellte in der jüngeren Vergangenheit eine hohe Kostendisziplin unter Beweis. Bei den Verwaltungsaufwendungen auf Konzernebene war in den ersten neun Monaten 2015 nur ein geringfügiger Anstieg um 0,3% auf 795,05 Mio. Euro zu verzeichnen. Damit wurde der positive Verlauf bei den Kosten fortgeführt, der sich bereits im Vorjahr durch einen Rückgang der Verwaltungsaufwendungen um 0,9% zeigte. Hauptfaktor für diese Entwicklung war der niedrigere Personalaufwand aufgrund einer geringeren Mitarbeiterzahl im Rahmen der Programme zur Steigerung der Effizienz und Verbesserung der Kostenstruktur („W&W 2015“ und zuvor „W&W 2012“). Diese Anstrengungen spiegeln sich auch bei den Sachkosten wider. Sie stiegen lediglich um 0,6% auf 290,05 Mio. Euro, nachdem sie im Vorjahr um 3,8% zurückgegangen waren.

Die Leistungen aus Versicherungsverträgen, die neben dem Schadensverlauf durch die Kapitalmarktentwicklung und regulatorische Anforderungen beeinflusst sind, waren ebenfalls rückläufig.

Im Bereich Bauparkasse wurden neben der Reduzierung der Verwaltungsaufwendungen weitere Maßnahmen zur Verbesserung der Profitabilität ergriffen. Hierzu gehört insbesondere die Kündigung übersparter und langjährig zuteilungsreifer Bausparverträge. Die Verzinsung dieser Altverträge liegt deutlich über dem Marktniveau. Wir gehen davon aus, dass diese Maßnahmen eine jährliche Entlastung von ca. 15 Mio. Euro ergeben.

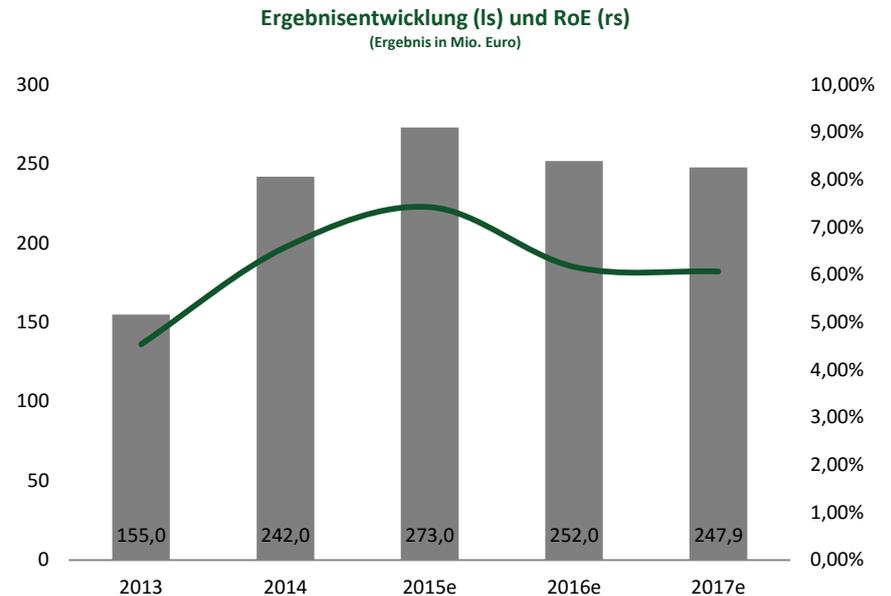
### **Nach Rekordergebnis nachhaltig verbesserte Ertragslage**

Vor dem Hintergrund der positiven Kostenentwicklung konnte der W&W-Konzern trotz des Rückgangs des wichtigen Finanzergebnisses in den ersten drei Quartalen 2015 den Überschuss nach Steuern auf 201,8 Mio. Euro nach 194,8 Mio. Euro im Vorjahreszeitraum steigern. Damit konnte an die im Trend positive Ergebnisentwicklung der Vorjahre angeknüpft werden.

Aufgrund der umgesetzten Maßnahmen erachten wir die erreichte Ergebnisverbesserung als nachhaltig. Die Auflage eines neuen Programms zur Effizienzsteigerung und Digitalisierung der Prozesse sollte den Ertragsdruck infolge regulatorischer Anforderungen und notwendiger Zukunftsinvestitionen weiterhin abfangen.

Für unsere Prognosen unterstellen wir einen stabilen Schadensverlauf. Zudem planen wir mit einem anhaltenden Niedrigzinsumfeld mit mittelfristig leicht steigenden Renditen.

Nach dem erwarteten Rekordergebnis in 2015 erwarten wir in 2016 einen Ergebnisrückgang von ca. 11% und in 2017 und in den folgenden Jahren eine weitgehend stabile Entwicklung. Beim erwarteten Ergebnisrückgang von 2015 auf 2016 ist der Wegfall positiver Steuereffekte in Höhe von ca. 15 Mio. Euro enthalten.



Quelle: Unternehmen, Montega

### Guter Newsflow sollte sich fortsetzen

Der Newsflow war in der jüngeren Vergangenheit sehr positiv. Die guten Nachrichten resultierten sowohl aus der Geschäftsentwicklung als auch der Wahrnehmung und Liquidität der Aktie. Nach den Geschäftszahlen zum dritten Quartal 2015 hob W&W die Guidance für 2015 an. Gleichzeitig konnte die bis in die erste Jahreshälfte 2015 geringe Liquidität der Aktie erheblich gesteigert werden, da sich mit der Unicredit und der L-Bank zwei Gesellschafter von ihren Aktien trennten. W&W unterstützte die verbesserte Wahrnehmung der Aktie am Kapitalmarkt mit einem Listing im Prime Standard per Dezember 2015.

Mit den Geschäftszahlen für 2015 (30.03.16) wird der W&W-Konzern voraussichtlich einen Rekordüberschuss berichten und damit an die positive Entwicklung der ersten Quartale anknüpfen. Die Guidance sieht nach der Anhebung einen Konzernüberschuss von 240 bis 280 Mio. Euro vor. Die Bandbreite lag zuvor bei 200 bis 240 Mio. Euro.

Mittelfristig halten wir eine Aufnahme des Unternehmens in den SDAX und eine Steigerung der Dividende für wahrscheinlich. Die Aufnahme in den SDAX ist auch erklärtes Ziel des Unternehmens. Die Zunahme des Free-Floats und ein weiterer Anstieg der Handelsvolumina dürften den Weg zu einer Indexaufnahme ebnen. Die nachhaltig höhere Profitabilität lässt zudem Raum für eine Dividendenanhebung.

### Aktuelles Kursniveau bietet weiteres Upside-Potenzial

Die Aktie von W&W ist in den letzten Monaten dynamisch gestiegen. Sie bietet u.E. aber weiteres Upside-Potenzial. Bei der Festlegung unseres Kursziels haben wir uns auf ein Residual-Income-Model gestützt und das Ergebnis durch einen Peergroup-Vergleich plausibilisiert. Beide Bewertungsverfahren deuten auf eine Unterbewertung des Unternehmens hin:

Unter Annahme von Eigenkapitalkosten von 8,35% und einer langfristigen Eigenkapitalrendite von durchschnittlich 6,5% ergibt das Bewertungsmodell einen fairen Wert von 24,87 Euro je Aktie.

Auf Basis der historischen Bewertung (durchschnittliches 1Y-Forward PE der letzten 5 Jahre) und Verwendung unserer Ergebnisschätzungen für 2016 leitet sich ein Wert von 22,10 Euro je Aktie ab.

Für die Peer-Group-Analyse haben wir deutsche und europäische Erstversicherer und deutsche Finanzdienstleister herangezogen. Auf Basis der Gewinnschätzungen für 2016 ergibt sich ein Wert von 20,00 Euro je Aktie. Aufgrund des relativen Charakters der Peer-Group-Analyse und der günstigen Bewertung der Peer-Group (KGV 2016e: 7,6x) halten wir uns zur Ableitung des Kursziels an das Residual-Income-Model. Die Bewertung ist durch die historischen Multiplikatoren weitgehend plausibilisiert.

### Fazit

W&W ist ein breit diversifizierter Finanzdienstleister mit einer marktführenden Stellung in Deutschland im Geschäftsfeld Bausparen und einer sehr guten Wettbewerbsqualität in der Sachversicherung aufgrund einer überlegenen Risiko-Selektion. Zudem verfügt W&W über eine Multi-Kanal-Vertriebsstruktur mit einer hohen Reichweite im Partnervertrieb.

Allerdings bewegt sich W&W in einem herausfordernden Umfeld – dies liegt im Niedrigzinsumfeld, in kaum wachsenden Absatzmärkten und in der fortschreitenden Regulierung begründet. W&W begegnet diesem Umfeld mit Programmen zur Steigerung der Effizienz. Dieser Weg wurde vom Unternehmen bereits erfolgreich beschritten und wird weiter fortgeführt. Wir gehen deshalb von weitgehend konstanten Kosten, einem stabilen Neugeschäft und einem leicht rückläufigen Finanzergebnis aus. Insgesamt verfügt W&W als Finanzdienstleister über ein defensives Risikoprofil und eine hohe Reputation der Marke.

Trotz der Fortschritte bei der Effizienz liegt die Eigenkapitalrendite von W&W unter den Eigenkapitalkosten. Allerdings konnte W&W in den vergangenen Jahren im Trend eine kontinuierliche Verbesserung der Profitabilität erreichen. Wir sehen das nun erreichte Ergebnisniveau als nachhaltig an. Die Bewertung der Aktie erachten wir als attraktiv. Das KBV 2016e liegt bei 0,5x, der entsprechende Wert für das KGV bei 6,8x. Den fairen Wert je Aktie haben wir bei 24,87 Euro ermittelt.

## TIMING UND SENTIMENT

Die positive Ergebnisentwicklung und das höhere Handelsvolumen haben die Aktie zuletzt stärker in den Fokus des Kapitalmarkts gerückt. Positiv wirkte sich dabei der Anstieg des Free-Floats in der ersten Jahreshälfte 2015 aus. Die UniCredit und die L-Bank trennten sich von ihren Beteiligungen an der W&W AG. In der Summe erhöhte sich der Free-Float um 12,6 Prozentpunkte. Nach dem Bericht zum dritten Quartal konnte W&W zudem die Guidance anheben. Dies trug wesentlich zum Anstieg des Wertpapiers von rund 16 Euro auf knapp 20 Euro bei. Damit konnte die Aktie die fast zwei Jahre bestehende Handelsspanne zwischen rund 16 und 19 Euro verlassen.

Das Unternehmen unterstützte die einhergehende bessere Wahrnehmung am Kapitalmarkt durch das Listing der Aktie im Prime Standard per Dezember 2015. Dies untermauert auch die Ausweitung der IR-Aktivitäten. Wir erwarten auch künftig eine verstärkte Kapitalmarktkommunikation des Unternehmens, die dazu beitragen sollte, die Unterbewertung der Aktie zu reduzieren.



### Newsflow bleibt positiv – Ergebnisseitig aber nachlassender Rückenwind

Ergebnisseitig dürfte sich der positive Newsflow mit dem Bericht für das Gesamtjahr 2015 fortsetzen. Darüber hinaus gehen wir von einer Unterstützung des Newsflows durch eine Dividendenanhebung und eine perspektivische Aufnahme in den SDAX aus.

Für den weiteren Verlauf 2016 erwarten wir ergebnisseitig ein Nachlassen des zuletzt sehr guten Newsflows. Unseres Erachtens hat W&W zwar ein nachhaltig höheres Ergebnisniveau erreicht, wird aber kurz- und mittelfristig nach dem guten Geschäftsjahr 2015 kein erneutes Rekordergebnis vorlegen. Allerdings sollte das Untermauern der von W&W erreichten nachhaltig höheren Profitabilität positiv am Kapitalmarkt aufgenommen werden.

Perspektivisch halten wir eine weitere Erhöhung des Free-Floats für möglich. Damit dürfte die Aktie für weitere Investorenkreise interessant werden. Zudem sollte ein höherer Free-Float die angestrebte Aufnahme in den SDAX erleichtern. Die Steigerung der Wahrnehmung und Liquidität der Aktie ist ein Treiber für die Attraktivität eines Investments in W&W.

## SWOT

W&W verfügt in wichtigen Geschäftsfeldern über eine marktführende Stellung (Bausparkasse) und eine hohe Wettbewerbsqualität durch Kostenvorteile (Schadensquote in der Sachversicherung). Allerdings agiert das Unternehmen in wettbewerbsintensiven Märkten, die von strukturellen Herausforderungen geprägt sind. Im Einzelnen stellt sich die SWOT-Analyse wie folgt dar.

### Stärken

- W&W hat ein umfangreiches Netzwerk mit Vertriebspartnern für Bausparprodukte geschaffen. Über renommierte Vertriebspartner hat das Unternehmen Zugang zu bis zu 40 Mio. potenziellen Kunden.
- Das Unternehmen weist eine hohe Diversifikation der Geschäftsfelder auf. Dies sorgt für Stabilität in der Geschäftsentwicklung und bietet Cross-Selling-Potenzial.
- Die Profitabilität im Bereich Sachversicherung ist deutlich überdurchschnittlich. Hier gelingt dem Vertrieb eine gute Risiko-Selektion.
- W&W erreicht eine hohe Produktionstiefe innerhalb des Produktportfolios, da der Konzern über verschiedene Refinanzierungswege, Rückversicherungs-Ressourcen und Managementkapazitäten für Kapitalmarktprodukte verfügt. Die Wertschöpfung für entwickelte und vertriebene Produkte bleibt vollständig im Konzern.

### Schwächen

- Trotz jüngster Ertragsverbesserung ist die Eigenkapitalrendite auf Konzernebene niedrig und liegt unter den Kapitalkosten.
- Der Anteil der Kunden, bei denen ein Cross-Selling-Ansatz erfolgreich umgesetzt werden kann, ist relativ gering.
- W&W weist bei Versicherungsprodukten überdurchschnittliche Verwaltungs- und Abschlusskosten auf. Dies ist bei Produktvergleichen ein Nachteil im Wettbewerb.

### Chancen

- W&W verfolgt bereits seit mehreren Jahren erfolgreich einen Weg kontinuierlicher Effizienzsteigerungen. Die Fortsetzung dieser Anstrengungen bietet Potenzial für eine weitere Verbesserung der Ertrags-Kosten-Relation.
- W&W strebt eine Verbesserung der Nutzung des bedeutenden Cross-Sellings-Potenzials an. Hierfür wird verstärkte in Fortbildung und Beratungsunterstützung investiert.
- Ein mittelfristiges Ende des Niedrigzinsumfelds durch einen sukzessiven Zinsanstieg würde die Ertragslage nachhaltig verbessern.
- Die Umsetzung der Digitalisierungsstrategie bietet die Möglichkeit zur Erweiterung der Vertriebswege und Erschließung neuer Kundenpotentiale.

### Risiken

- Die permanent voranschreitende Regulierung erzeugt Kosten und reduziert teilweise die unternehmerische Flexibilität.
- Ein anhaltendes Niedrigzinsumfeld belastet die Profitabilität und gefährdet das Risikokapital im Konzern.
- Hohe Volatilität an den Kapitalmärkten und ein ungünstiger Schadensverlauf in der Sachversicherung stellen signifikante Risiken für die Ertragslage dar.
- Die ausgeprägte Wettbewerbsintensität in den Märkten, in denen W&W agiert, begrenzt den Spielraum für Preisgestaltungen stark.

## MARKT UND WETTBEWERB

Die Wüstenrot & Württembergische AG (W&W) ist als Finanzdienstleister in den Geschäftsfeldern Versicherungen und Bausparkasse tätig und bietet Produkte in den Bereichen Vermögensbildung, Absicherung, Immobilienfinanzierung und Risikoschutz an. Zum primären Kundenkreis gehören Privat- und Firmenkunden aus Deutschland, dem größten europäischen Markt für Finanzdienstleistungen.

### Produkte und Märkte

Das Marktumfeld des W&W-Konzerns wird einerseits beeinflusst durch den Versicherungsmarkt und andererseits durch das Bauspar- und Bankgeschäft. Im Bankgeschäft haben neben der Bausparkasse Immobilienfinanzierungen eine hohe Bedeutung. Im Versicherungsmarkt ist W&W sowohl im Bereich Sachversicherung (Schaden/Unfall) als auch im Geschäftsfeld Personenversicherung aktiv, wobei sich die Märkte grundlegend unterscheiden. Ergebnisseitig hat das Segment Schaden-/Unfallversicherung eine höhere Bedeutung als das Segment Personenversicherung.

### Vorsorgebedarf bleibt hoch

Im Markt für Vorsorge- und Sparprodukte besteht eine Diskrepanz zwischen wahrgenommenen Bedarf in der Bevölkerung in Deutschland und dem tatsächlich realisierten Abschluss von entsprechenden Verträgen. Zudem beeinflusst die demografische Entwicklung den Markt strukturell.

Grundsätzlicher struktureller Bedarf nach Vorsorgeprodukten besteht aufgrund des abgesenkten Absicherungsniveaus der gesetzlichen Renten- und Sozialsysteme. Dies gilt vor allem für das Versorgungsniveau im Verhältnis zum letzten Einkommen bei Berufsunfähigkeit und bei Renteneintritt. Durch diese Versorgungslücke besteht weiter erhebliches Nachfragepotenzial. Dies drückt sich auch im geringen Vertrauen der deutschen Bevölkerung in die gesetzliche Rentenversicherung als Lebensstandardsicherung aus. Weniger als 20% der Bevölkerung gehen davon aus, dass die gesetzliche Rente zum Halten des Lebensstandards ausreicht. Nach einer aktuellen repräsentativen Umfrage (TNS Emnid) setzen sich mehr als die Hälfte (54%) der 19 bis 39-Jährigen persönlich mit dem Thema Altersarmut auseinander. Dies stützt die Nachfrage nach Vorsorgeprodukten insbesondere in den Bereichen betriebliche Altersvorsorge, private Rentenversicherung und Riesterrente. Das Thema Altersvorsorge ist bei 60% der Bevölkerung (Sparklimaindex des Verbandes der privaten Bausparkassen) deshalb auch das wichtigste Sparmotiv. Dieser Wert ist in den letzten Jahren weitgehend konstant geblieben.

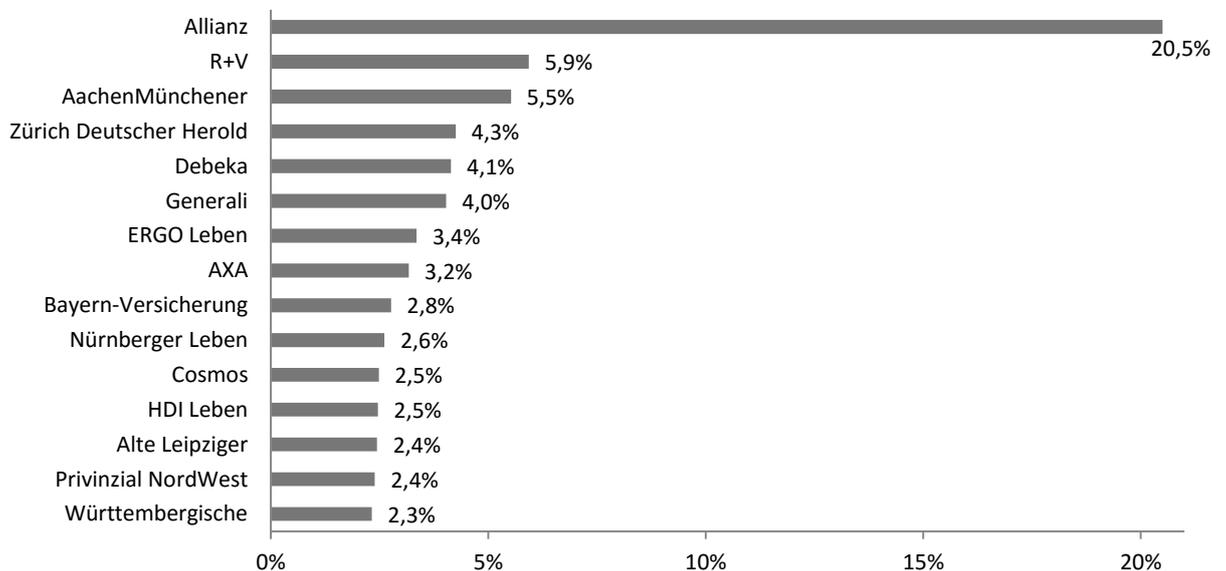
Trotz des Vorsorgebedarfs war die Sparneigung der Deutschen zuletzt stabil bis leicht rückläufig. Die aktuelle Sparquote liegt mit 9,5% (2014) unter dem Mittelwert der vergangenen zwanzig Jahren (9,9%). Neben dem Niedrigzinsumfeld dürfte hier auch eine hohe Konsumneigung aufgrund der positiven Arbeitsmarktentwicklung eine Rolle spielen. Zudem wird der Erwerb einer Immobilie derzeit häufig als wesentlicher Bestandteil der Altersvorsorge betrachtet.

### Lebensversicherung mit Strukturellen Herausforderungen

Der Marktanteil von W&W im deutschen Lebensversicherungsmarkt liegt bei 3,32% - einen signifikanten Anteil in diesem fragmentierten Markt hat lediglich die Allianz. W&W gehört dabei zu den bedeutenderen unter einer Vielzahl von Anbietern. Bei der Bundesaufsicht sind 87 (31.12.2014) Lebensversicherungsunternehmen registriert. Hinzu kommen Anbieter, die in ihren europäischen Heimatländern unter Aufsicht stehen und auf dem deutschen Markt agieren. Die Anzahl der deutschen Anbieter war in den vergangenen zwanzig Jahren kontinuierlich rückläufig. Alle Anbieter haben absatzseitig mit strukturellen Herausforderungen zu kämpfen. Die kontinuierlich sinkende Garantieverzinsung im Neugeschäft und fallende Erwartungen an die Gesamtverzinsung aufgrund der seit der

Jahrtausendwende fallenden Nettoverzinsung der Kapitalanlagen wirken neben der demographischen Entwicklung belastend auf den Absatzmarkt.

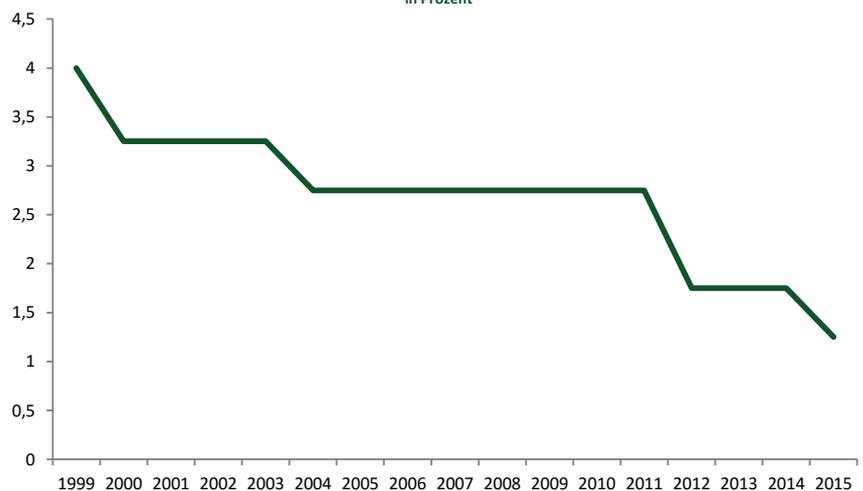
**Marktanteile der größten Lebensversicherer in Deutschland 2014**



Quelle: Statista

Aufgrund der Marktbedingungen dürfte es im gesamten deutschen Versicherungsmarkt zu einer signifikanten Veränderung der Produktstruktur kommen. Traditionelle Garantieprodukte mit Kapitalsicherheit dürften aufgrund des niedrigen Zinsumfelds an Bedeutung verlieren. Sowohl für Versicherungsunternehmen als auch deren Kunden sind diese aus Ertragsgesichtspunkten zunehmend unattraktiv und werden verstärkt durch innovativere bzw. fondsgebundene Versicherungsprodukte ersetzt.

**Garantiezins für Neuerträge**  
in Prozent



Quelle: DAV

W&W bietet, wie es am Gesamtmarkt anbieterseitig generell zu beobachten ist, verstärkt Produkte an, die lediglich den Kapitalerhalt garantieren. Doch ohne bzw. mit einer sehr niedrigen Garantie-Verzinsung dürfte die Kapitallebensversicherung weiter an Attraktivität verlieren. W&W legt deshalb im Neugeschäft auch einen stärkeren Fokus auf fondsgebundene Lebensversicherungen (FLV). Für die FLV sehen wir im anhaltenden Niedrigzinsumfeld und bei positiver Kapitalmarktentwicklung signifikantes Wachstum. Da die FLV jedoch ein anderes Rendite-Risikoprofil als die klassische

Kapitallebensversicherung aufweist, dürfte diese nur teilweise als Substitut am Markt wahrgenommen werden. Denn die deutschen Verbraucher sind überwiegend sehr sicherheitsbewusst bei der Altersvorsorge und Geldanlage. Einziges Wachstumsfeld im Bereich Lebensversicherung ist das Geschäft mit Einmalbeiträgen. Hier agiert W&W künftig sehr zurückhaltend, da die relativ zum Zinsumfeld attraktive Gesamtverzinsung der Einmalbeiträge zulasten des bestehenden Versicherungskollektivs geht.

Der demografische Wandel wird die Veränderung der Produktstruktur ebenfalls vorantreiben. Gestützt wird diese Entwicklung durch mehrere Faktoren wie z.B. die steigende Lebenserwartung und die damit größer werdende Schicht der älteren Bevölkerung. Für diese Kundengruppe steht die Rentenphase und damit Auszahlungs- und Entnahmepläne im Fokus. Die Versicherer stehen damit vor der Herausforderung, ihre Produkte einerseits an die sich verändernde Kundenschicht anzupassen und andererseits Alternativen zu den klassischen Garantieprodukten im Markt zu platzieren.

### Regulierung bleibt Dauerthema

Das Geschäftsmodell von W&W wird laufend von Änderungen bei regulatorischen Anforderungen und Vorgaben geprägt. Dabei handelt es sich insbesondere im Bereich Versicherungen um ein vielfältiges Feld. Mit Jahresbeginn 2016 wurde mit dem Start des einheitlichen europäischen Regulierungsrahmens für Versicherungen (Solvency II) nach zehnjähriger Vorbereitungszeit ein Meilenstein erreicht. Damit endete eine aufwändige Vorbereitungs- und Testphase. Solvency II regelt Kapitalanforderungen, Governance und Risikomanagement sowie Berichtspflichten. Dabei sind einige Elemente mit Übergangsfristen versehen. Solvency II misst und bewertet die Risiken einzelner Versicherungsunternehmen individueller. Deshalb ist jedoch auch der Komplexitätsgrad deutlich gestiegen. Dadurch stellt die Regulierung für Versicherungsunternehmen einen erheblichen Kostenblock dar. W&W rechnet insgesamt mit Investitionen von 80 Mio. Euro für Regulierungsthemen in den Jahren 2015 bis 2017, die den Kostendruck durch die Regulierung unterstreicht. Häufig gehen auch Einschränkungen bei Managemententscheidungen einher.

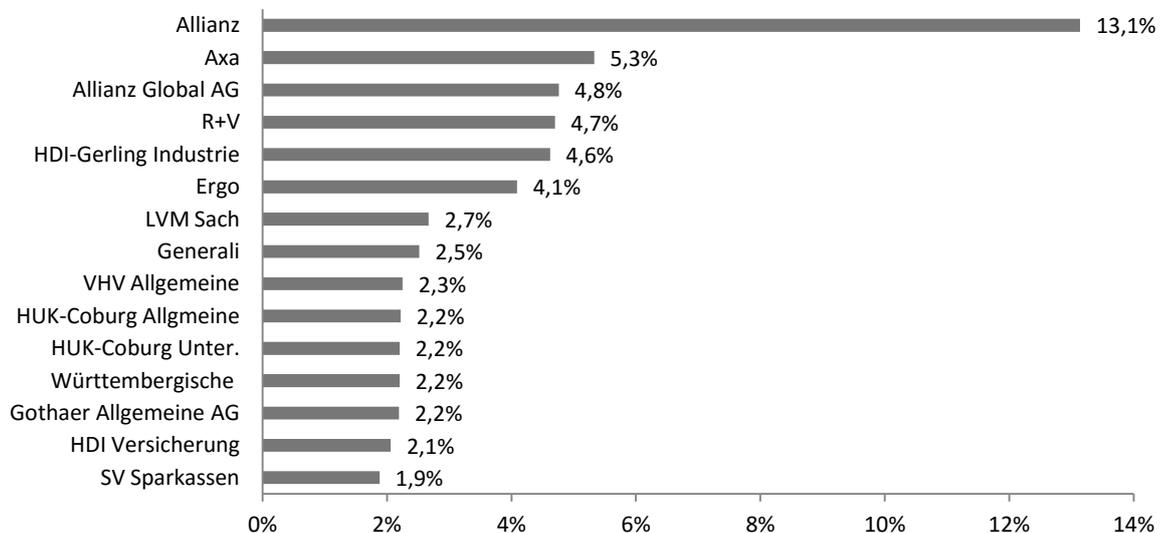
Weitere Themen, die laufend im Fokus stehen und die Kapitalanlage- und Geschäftspolitik der Versicherungen beeinflussen, sind die gesetzlich festgelegte Höhe der Garantieverzinsung für Neuverträge und die von Versicherungen im Niedrigzinsumfeld zu bildende Zinszusatzreserve.

Für 2016 hat der Gesetzgeber die Abschaffung der Garantieverzinsung (aktuell 1,25%) trotz zwischenzeitlicher Pläne hierzu noch nicht vollzogen. Aufgrund des Zinsumfelds und in Hinblick auf Solvency II ist dieser Schritt in den kommenden Jahren wahrscheinlich. Die Garantieverzinsung hat einen erheblichen Einfluss auf die Wahrnehmungen der Attraktivität von Vorsorgeprodukten. Ihre Höhe soll aber auch vor dem Hintergrund des Zinsumfeldes sicherstellen, dass die Unternehmen ihren Verpflichtungen auch langfristig nachkommen können. Auch die Zinszusatzreserve soll gewährleisten, dass Versicherungen den Verpflichtungen nachkommen können. Die Zinszusatzreserve stellt einen Puffer für Altverträge dar, deren Verzinsung deutlich über dem aktuellen Zinsniveau liegen. Zur Absicherung dieser Verpflichtungen müssen die Lebensversicherungen zusätzliche Rückstellungen bilden.

### Sachversicherung legt sukzessive zu

Mit einem Anteil von 2,2% am Markt für Sachversicherungen belegt W&W Platz 12 der Anbieter in Deutschland. Damit zählt W&W zu den signifikanten Marktteilnehmern in einem fragmentierten und wettbewerbsintensiven Markt. Der Schwerpunkt von W&W in der Sachversicherung liegt auf KFZ-Versicherungen. Darüber hinaus werden private und gewerbliche Schaden- und Unfallversicherungen angeboten.

### Marktanteile der Schaden-/Unfallversicherer in Deutschland 2014



Quelle: Statista

Der Bestand an Sachversicherungsverträgen des Gesamtmarkts wuchs zuletzt geringfügig um 1% - das gesamte Beitragsvolumen stieg dabei im niedrigen einstelligen Bereich. Für W&W hat innerhalb der Sachversicherung die Marktentwicklung und Wettbewerbsintensität im Bereich KFZ-Versicherungen eine hohe Bedeutung. Der hohe Konkurrenzdruck hatte sich in 2015 etwas abgeschwächt. Positiv hatten sich auch die KFZ-Zulassungszahlen in Deutschland ausgewirkt. Diese lagen 2015 um 6% über dem Vorjahreszeitraum. Mit dem höheren Fahrzeugbestand dürfte die Nachfrage nach KFZ-Versicherungen zugenommen haben. Grundsätzlich ist jedoch keine Änderung des Wettbewerbsumfelds zu erwarten. Wir gehen davon aus, dass das Beitragsvolumen des Gesamtmarktes für Sachversicherungen im Trend weiterhin mit niedrigen einstelligen Wachstumsraten steigt.

### Niedrigzinsumfeld belastet Markt für Bausparprodukte

Im Bereich Bausparen gehört W&W zu den Marktführern. Gemessen am Bestand der Bausparverträge ist die Wüstenrot Bausparkasse der zweitgrößte Marktteilnehmer hinter der Schwäbisch Hall Bausparkasse und vor der BHW und der LBS-Gruppe. Die zahlreichen weiteren Marktteilnehmer haben eine deutlich geringere Relevanz. Trotz der hohen Bedeutung einiger weniger Marktteilnehmer ist der Markt für Bausparprodukte wettbewerbsintensiv.

Der deutsche Markt für Bausparverträge hat sich im Vergleich mit dem Wachstum des Geldvermögens unterdurchschnittlich entwickelt. Die Ursache für diese Dynamik liegt darin, dass zwar der Verbreitungsgrad dieser Anlageform zugenommen hat, jedoch die Vertragssummen leicht rückläufig sind. Darüber hinaus ist der Bausparvertrag laut GDV besonders bei jungen Leuten beliebt und wird in einer alternden Gesellschaft tendenziell rückläufigere Bestände verzeichnen. Auch hier besteht die Herausforderung für die Bausparkassen darin, neue Vertragsarten zu entwickeln, die bei einer breiteren und zukünftig auch älteren Bevölkerung Anklang finden. W&W hat vor diesem Hintergrund eine neue Tarifgeneration entwickelt, die im ersten Quartal 2016 eingeführt wurde. Die Tarife zeichnen sich durch eine höhere Flexibilität als bisherige Tarife hinsichtlich des Sparzwecks aus. So wird neben dem Immobilienerwerb verstärkt das Thema Modernisierung und Umbau in den Fokus gestellt, um so die Zielgruppe zu erweitern. Einzelne Tarife sind zudem mit staatlich geförderter Vorsorge kombinierbar (Riester). Darüber hinaus wurden die Darlehenszinssätze den aktuellen Marktbedingungen angepasst.

Vor dem Hintergrund des Ertragsdruckes aufgrund des Zinsumfeldes hat der Bundestag Anfang Dezember eine Novelle des Bausparkessengesetzes beschlossen. Dabei wurde für

Bausparkassen mehr Flexibilität bei der Kapitalanlage geschaffen und die Refinanzierungsmöglichkeiten verbessert. So dürfen Bausparkassen bei Finanzierungen künftig höhere Beleihungsgrenzen akzeptieren und in weitere Anlageklassen, u.a. Aktien investieren. Gleichzeitig steht Bausparkassen künftig auch die Refinanzierung über Pfandbriefe offen. Durch die geänderten Rahmenbedingungen dürfte der Druck auf die Erträge zwar etwas abgemildert werden, die strukturellen Probleme des Niedrigzinsumfeldes werden jedoch nicht gelöst. Zudem besteht die Möglichkeit, dass sich das grundsätzliche Risikoprofil von Bausparkassen verschiebt.

### Immobilienfinanzierung

Der Markt für Immobilien- und Baufinanzierungen ist hochgradig fragmentiert. Eine Vielzahl in- und ausländischer Banken ist am Markt aktiv. Die Differenzierung erfolgt fast ausschließlich über den Preis.

Der Markt für Immobilienfinanzierung entwickelte sich zuletzt sehr positiv. Wesentliche Treiber waren die günstigen Finanzierungsbedingungen, steigende Immobilienpreise und damit höhere Finanzierungsvolumina sowie die hohe Nachfrage nach Wohnraum in den Ballungszentren.

Der Markt für Wohnimmobilienfinanzierung wuchs in Deutschland in 2015 bis Ende Oktober um 26% gegenüber dem Vorjahr. Aufgrund von Basiseffekten dürfte sich das Marktwachstum abflachen. Wichtige Faktoren, wie steigende Immobilienpreise und hoher Bedarf an Wohnraum in den Ballungszentren sowie günstige Finanzierungsbedingungen dürften auch mittelfristig für ein durchschnittliches Wachstum im mittleren einstelligen Prozentbereich führen.

### Assetmanagement

Der Markt für Assetmanagementlösungen ist ebenfalls stark fragmentiert. Hier agieren sowohl sehr große Global Player als auch kleine spezialisierte Boutiquen. Für Versicherungsunternehmen gehört die Verwaltung der Kapitalanlagen zu einer wichtigen Kernkompetenz. Der Markt profitierte in den vergangenen Jahren von einer positiven Kapitalmarktentwicklung. Die in Deutschland ansässigen Fondsgesellschaften verzeichneten laut BVI per Ende Oktober 2015 einen Anstieg der Assets under Management um 11% gegenüber dem Jahresbeginn auf 2,58 Billionen Euro. Wegen der hohen Volatilität der Kapitalmärkte ist das künftige Wachstum schwer zu prognostizieren. Im Trend gehen wir von einem Wachstum im mittleren einstelligen Prozentbereich aus.

### Vertrieb als Schlüssel zum Erfolg im Wettbewerb

Die Vertriebskanäle haben sich in den vergangenen Jahren bei allen Marktteilnehmern an die aktuellen Bedürfnisse der Kunden angepasst, sodass ein Multikanalvertrieb heutzutage als unerlässlich angesehen werden kann. Unterschiede entstehen hinsichtlich des Preises und der Services. Viele Versicherungsarten konkurrieren primär über den Preis, wobei nicht zwingend der niedrigste Preis ausschlaggebend ist. Bei komplexeren Produkten ist häufig die Transparenz der Preispolitik entscheidend. Erschwerend zur hohen Wettbewerbsdichte kommt eine allgemein hohe Wechselbereitschaft der Versicherungskunden. Um eine Differenzierung im Wettbewerb und eine hohe Kundenloyalität zu erzielen, sind Wettbewerbsvorteile wie ein guter Ruf, eine gute Marke oder ein gutes Image in diesem Marktumfeld essentiell.

### Digitalisierung der Absatzmärkte birgt Chancen und Risiken

Die Digitalisierung verändert auch bei Finanzdienstleistern Absatzwege und Produktausgestaltung. Mit wuestenrotdirect.de verfügt W&W über ein Portal, das auf digitalen Vertrieb von Finanzdienstleistungen setzt. Das Thema neue Produkte und Geschäftsmodelle wird auch im Rahmen des Konzernprogramms W&W@2020 adressiert. Für die Realisierung hat W&W die „Digitale Werkstatt“, ein hausinternes Startup, gegründet. Hierfür wurde eine Kooperation mit der Digitalberatung etventure eingegangen. Die verstärkte Investition in das Themengebiet Digitalisierung scheint notwendig, da andernfalls substanzialle Geschäftsvolumen durch agile Startups weggenommen werden könnten. Ziel ist es, neue digitale Produkte und Services zu etablieren, die auf die Anforderungen der Kunden direkt zugeschnitten sind. Dabei ist auch

in der Versicherungsbranche die Ausnutzung von Kundendaten von großer Bedeutung. Die als Big Data bezeichneten großen Datenmengen liefern in verschiedener Hinsicht nützliche Informationen für die Versicherer. Einerseits können Risiken genauer eingeschätzt und im Anschluss adäquater gepreist werden. Andererseits kann mit Hilfe der Daten die Produktgestaltung beeinflusst werden. Beispielsweise können Versicherte Punkte sammeln und ab einem gewissen Punktestand günstigere Tarife oder Sachleistungen erhalten. Durch die frühzeitige Implementierung solcher Anreizsysteme können Wettbewerbsvorteile gesichert, Neukunden akquiriert oder eine höhere Kundenbindung erreicht werden. Beispielsweise sollen im Bereich der Kfz-Versicherungen bald sogenannte Telematik-Tarife bei allen großen Versicherern im Produktportfolio verfügbar sein. Dabei werden unter anderem Brems- und Beschleunigungsverhalten ermittelt, um daran die Kosten der Versicherungen anzupassen.

Beispiele für neue Produkte und Absatzwege kann auch das temporäre Buchen von Versicherungsschutz bei kurzfristigem Bedarf über Smartphones sein. So könnte ein Kunde noch am Flughafen eine Auslandsrankenversicherung oder auf der Skipiste eine Unfallversicherung abschließen. Die Marktakzeptanz solcher Lösungen muss noch unter Beweis gestellt werden. Sie könnten für Finanzdienstleister jedoch ein Wachstumsfeld darstellen.

## WETTBEWERBSQUALITÄT

Der Markt für Finanzdienstleistungen und Vorsorgeprodukte ist wettbewerbsintensiv und von einer Vielzahl an Wettbewerbern geprägt. W&W ist in diesem Markt im Premium-Segment positioniert. Die Positionierung basiert auf einer hohen Reputation der Marke und dem Vertrieb über persönliche Beratung der Kunden. Zudem verfügt W&W in wichtigen Geschäftsfeldern über eine marktführende Stellung (Bausparkasse) und eine hohe Wettbewerbsqualität durch Kostenvorteile (Schadensquote in der Sachversicherung). Zu der robusten Entwicklung des Neugeschäftes und der deutlichen Ergebnisverbesserung der letzten Jahre haben noch weitere Faktoren beigetragen, die die Wettbewerbsqualität des Unternehmens unterstreichen:

- das diversifizierte Produktportfolio
- eine marktführende Stellung der Bausparkasse
- die überlegende Risiko-Selektion in der Schaden- und Unfallversicherung
- ein umfangreiches Vertriebsnetzwerk
- der hohe Bekanntheitsgrad und die gute Reputation
- die kontinuierlichen Effizienzsteigerungen
- eine hohe Produktionstiefe innerhalb des Produktportfolios

Detailliert stellen sich diese Punkte wie folgt dar:

**Diversifiziertes Produktportfolio:** Das breite Produktportfolio der gesamten Unternehmensgruppe bietet Stabilität und Cross-Selling-Potenzial. Der stabilisierende Effekt auf die Geschäftsentwicklung zeigt sich auch im derzeitigen Niedrigzinsumfeld. Während sich im Versicherungsgeschäft und für die Bausparkasse das Niedrigzinsumfeld als Belastung erweist, profitiert W&W bei Baufinanzierungen und auch im Assetmanagement von den positiven Auswirkungen des Niedrigzinsumfeldes auf die Absatzmärkte. Darüber hinaus bietet das breite Produktportfolio Cross-Selling-Potenzial innerhalb der Kundenbasis. Dadurch liegt die potenzielle durchschnittliche Anzahl an Produkten je Kunde über der von den meisten Wettbewerbern.

**Bausparkasse zählt zu den Marktführern in Deutschland:** Die starke Marktstellung der Wüstenrot Bausparkasse basiert auch auf einem umfangreichen Netzwerk mit bedeutenden Vertriebspartnerschaften und Kooperationspartnern. Hierzu zählen u.a. die Hypovereinsbank, die Commerzbank, die Allianz, Ergo und OVB. Durch die Partner hat Wüstenrot einen Zugang zu einem Netzwerk mit 40 Mio. Kunden.

**Überlegene Risiko-Selektion in der Schaden- und Unfallversicherung:** Wüstenrot weist in der Sachversicherung im Branchenvergleich eine sehr günstige Schadenquote auf. Die überlegene Risiko-Selektion basiert auf einer guten Kundenkenntnis und einer entsprechenden Incentivierung des Vertriebs. Hierdurch erreicht W&W im Segment Sachversicherung eine überdurchschnittliche Rentabilität.

**Umfangreiches Vertriebsnetzwerk:** Im Vertrieb ist W&W breit aufgestellt und verfolgt eine Multikanalstrategie. Im direkten Vertrieb verfügt W&W über zwei Ausschließlichkeitsorganisationen (Außendienst Wüstenrot und Außendienst Württembergische) mit jeweils 3000 Mitarbeitern. Darüber hinaus besetzt W&W das Thema Online-Vertrieb. Im indirekten Vertrieb arbeitet W&W mit Maklern zusammen und verfügt über ein umfangreiches Netzwerk an Vertriebs- und Kooperationspartnern. Hierdurch wird die vertriebliche Reichweite deutlich erhöht, ohne dass dies Auswirkungen auf die Fixkosten hat. Im direkten Vertrieb setzt W&W in der Kernregion auf Beratungskompetenz und Kundennähe. Hierfür wird regelmäßig in Aus- und Fortbildung sowie Beratungstechnologie investiert.

**Hohe Reputation als Finanzdienstleister und hoher Bekanntheitsgrad:** Die Marken Wüstenrot und Württembergische blicken auf eine lange Tradition zurück. So hat die

Württembergische Versicherung ihre Wurzeln im Jahre 1828 und die Wüstenrot Bausparkasse im Jahr 1921. Auch in den jüngsten Finanzkrisen wies die W&W-Gruppe eine hohe Stabilität auf. Dies basiert auch auf einer konservativen Anlagepolitik. Zudem konnten Reputationsschäden im Bereich Versicherungsvertrieb, die einige große Marktteilnehmer erlitten, vermieden werden. Dies strahlt eine hohe Solidität auf die Marke ab. Zudem verfügt insbesondere die Marke Wüstenrot bundesweit über einen sehr hohen Bekanntheitsgrad.

**Kontinuierliche Effizienzsteigerung:** W&W hat kontinuierliche Effizienzsteigerungen und eine marktorientierte Ausrichtung der Unternehmensgruppe in der Unternehmensführung etabliert. Seit 2006 werden regelmäßig Programme zur Ergebnissteigerung, Wachstum und Effizienzsteigerung implementiert. Aktuelles Ziel des Unternehmens ist eine jährliche Effizienzsteigerung von 5%. Derzeit steht im Rahmen des aktuellen Programms W&W@2020 die Digitalisierung von Prozessen und der Aufbau digitaler Geschäftsmodelle im Vordergrund. Damit gestaltet der Konzern die Unternehmensentwicklung vor dem Hintergrund von Regulierungs- und Kostendruck und einer zunehmenden Bedeutung der Digitalisierung im Vertrieb.

**Hohe Produktionstiefe innerhalb des Produktportfolios:** W&W verfügt neben einer breiten Vertriebsstruktur über verschiedene Refinanzierungswege, Rückversicherungs-Ressourcen und Managementkapazitäten für Kapitalmarktprodukte. Die Wertschöpfung für die angebotenen Produkte bleibt dadurch vollständig im Konzern.

## FINANZEN

### Jüngste Performance gut, aber inhomogen

In den ersten drei Quartalen 2015 konnte W&W den Konzernüberschuss um 3,6% auf 201,8 Mio. Euro (Vj. 194,8 Mio. Euro) steigern. Das Neugeschäft entwickelte sich insgesamt bei nur geringfügig höheren Kosten moderat positiv. Das versicherungstechnische Ergebnis war stabil.

Insgesamt konnten im Bereich Versicherungen auf Konzernebene die verdienten Nettobeiträge um 0,6% auf 2.863,4 Mio. Euro (Vj. 2.847,0 Mio. Euro) gesteigert werden. Die Leistungen aus Versicherungsverträgen gingen um 2,3% auf 3.062,7 Mio. Euro (Vj. 3.135,5 Mio. Euro) zurück. Hier wirkten sich die geringeren Rückstellungen für fondsgebundene Versicherungen aufgrund der moderaten Aktienmarktentwicklung positiv aus. Das Provisionsergebnis war aufgrund des gestiegenen Neugeschäfts negativ und lag mit minus 283,7 Mio. Euro leicht unter dem Vorjahreswert (-285,7 Mio. Euro).

Diese Entwicklung auf Konzernebene stellt sich beim Neugeschäft in den einzelnen Segmenten differenzierter dar.

**Personenversicherung (9M/2015):** Der Neubeitrag ging zwar deutlich auf 405,3 Mio. Euro (Vj. 457,4 Mio. Euro) zurück. Dies lag jedoch ausschließlich an einem geringeren Volumen bei Einmalbeiträgen. Die laufenden Neubeiträge blieben hingegen mit 69,1 Mio. Euro (Vj. 69,0 Mio. Euro) weitgehend konstant. Für 2016 und 2017 gehen wir aufgrund der Marktbedingungen von einem jeweils leichten Rückgang aus. Dies resultiert insbesondere aus der erwarteten rückläufigen Entwicklung beim Absatz der klassischen Kapitallebensversicherung. Für Produkte zur betrieblichen Altersvorsorge und fondsgebundene Lebensversicherung sollte hingegen das Neugeschäft moderat wachsen. Dies dürfte jedoch nicht ausreichen, um die Rückgänge bei der klassischen Kapitallebensversicherung zu kompensieren, insbesondere da W&W auf das Einmalgeschäft weitgehend verzichtet.

**Sachversicherung (9M/2015):** Das Neugeschäft mit Schaden- und Unfallversicherungen konnte um 2,5% auf 170 Mio. Euro (Vj. 165,9 Mio. Euro) gesteigert werden. Diese Entwicklung wurde durch das Geschäft mit KFZ-Versicherungen getragen. Hier wurde ein Anstieg des Neugeschäfts verzeichnet, während das Neugeschäft mit Firmen- und Privatkunden leicht rückläufig war.

Das Wachstum des Beitragsvolumens im niedrigen einstelligen Bereich im Markt für Sachversicherungen sollte sich fortsetzen. Ein robustes gesamtwirtschaftliches Wachstum mit einer Beschäftigung auf hohem Niveau und positiver Einkommensentwicklung sollte die Nachfrage stützen. Für die Schadensquote unterstellen wir einen stabilen Schadensverlauf.

**Bausparkasse (2015):** Das Neugeschäft gemessen an der Bausparsumme konnte in 2015 um ca. 1,7% ausgeweitet werden. Das Nettoneugeschäft belief sich auf 11,7 Mrd. Euro (Vj. 11,5 Mrd. Euro). Im derzeitigen Zinsumfeld resultiert die Nachfrage nach Bausparprodukten aus der Nachfrage zur Sicherung des derzeitigen Zinsniveaus. Impulse für das Neugeschäft dürften aus den neuen Tarifgenerationen resultieren. Wir erwarten mittelfristig ein robustes Neugeschäft und damit Marktanteilsgewinne in einem anhaltend herausfordernden Marktumfeld.

**Baufinanzierung (2015):** Das Volumen der abgeschlossenen Baufinanzierungsverträge stieg deutlich um 17% auf ca. 5.500 Mio. Euro (Vj. 4.700 Mio. Euro). Darin enthalten ist auch eine signifikante Steigerung der in Fremdbücher vermittelten Finanzierungen. Aufgrund von Basiseffekten dürfte das Wachstum zwar nachlassen, ein anhaltend hoher Bedarf an Wohnraum und günstige Finanzierungsbedingungen sollten jedoch weiterhin für ein günstiges Marktumfeld mit mittelfristig mittleren einstelligen Zuwachsraten sorgen.

**Sonstige (9M/2015):** Die sonstigen Segmente, mit jeweils geringer Bedeutung für den Gesamtkonzern, umfassen die Aktivitäten im Bereich Assetmanagement, Immobilienmanagement, die tschechische Tochtergesellschaft sowie das konzerninterne

Rückversicherungsgeschäft. Diese Geschäftsfelder verzeichneten durchgehend positive operative Entwicklungen. So konnte im Bereich Assetmanagement das Volumen der vermittelten Fonds auf 243,2 Mio. Euro (Vj. 209,4 Mio. Euro) gesteigert werden. Bei Anlageprodukten sollte aufgrund des Niedrigzinsumfelds die Hinwendung zu kapitalmarktorientierten Anlagen anhalten. Wir gehen davon aus, dass bei zumindest stabiler Kapitalmarktentwicklung das Volumen der vermittelten Fonds im hohen einstelligen Bereich wächst.

### **Rückgang des Finanzergebnis setzt sich fort**

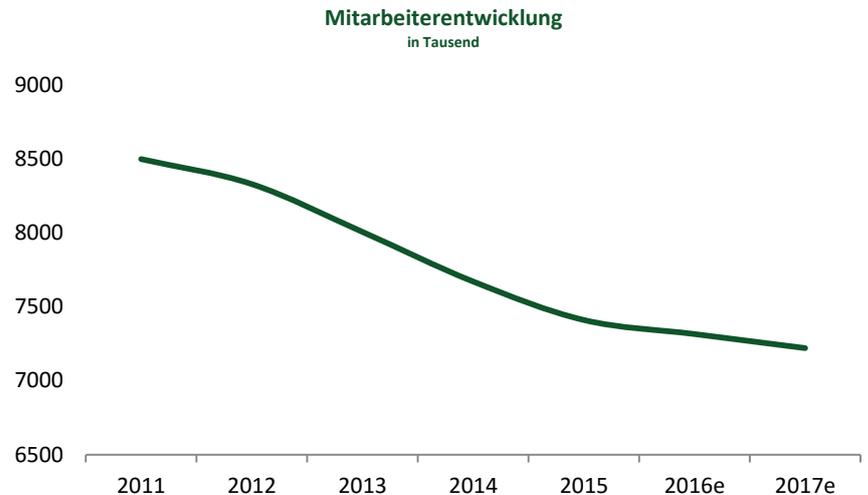
Das Finanzergebnis nach Risikoversorge ging in den ersten neun Monaten 2015 gegenüber der Vorjahresperiode von 1.603,8 Mio. Euro auf 1.469,5 Mio. Euro zurück. Belastend wirkte sich das Ergebnis aus zum Zeitwert zu bewertenden Vermögenswerten aus. Hierbei waren zu Sicherungszwecken gehaltene Derivate maßgeblich. Eine deutliche Steigerung war hingegen bei den Veräußerungsgewinnen bei festverzinslichen Wertpapieren und den als Finanzinvestitionen gehaltenen Immobilien zu verzeichnen. Die Realisierung der Veräußerungsgewinne steht auch im Zusammenhang mit regulatorischen Anforderungen (Zinszusatzreserve). Das Ergebnis aus Forderungen, Verbindlichkeiten und Nachrangkapital war hingegen rückläufig. Das Ergebnis aus der Risikoversorge verbesserte sich leicht, hatte jedoch keine signifikante Bedeutung für die Veränderung des Finanzergebnisses.

Aufgrund des Niedrigzinsumfelds gehen wir in 2016 und 2017 von weiteren leichten Rückgängen beim Finanzergebnis aus. Die bei Neu- und Wiederanlage zu erzielenden Renditen festverzinslicher Wertpapiere dürfte unter der durchschnittlichen laufenden Verzinsung der Wertpapiere im Bestand liegen. Zudem gehen wir von geringeren Veräußerungserträgen aus. Der Druck, Veräußerungsgewinne zu erzielen, dürfte aufgrund geringerer Zuführungen zur Zinszusatzreserve abnehmen.

Im Rahmen unserer Planungen setzen wir ein leicht steigendes Zinsniveau und eine stabile bis leicht positive Entwicklung an den Aktienmärkten an, sodass sich mittelfristig das Finanzergebnis stabilisieren sollte. Durch die hohe Bedeutung der Kapitalanlagen für die Ergebnisentwicklung hat W&W ergebnisseitig eine signifikante Abhängigkeit von der Kapitalmarktentwicklung. Starke Verwerfungen am Kapitalmarkt stellen ebenso ein Prognose-Risiko dar wie eine langfristige Verfestigung des derzeitigen Niedrigzinsumfelds.

### **Hohe Kostendisziplin führt zu Ergebnisanstieg**

Kostenseitig hat W&W eine hohe Disziplin unter Beweis gestellt. Bei den Verwaltungsaufwendungen auf Konzernebene war zum Ende des dritten Quartals 2015 nur ein geringfügiger Anstieg um 0,3% auf 795,05 Mio. Euro zu verzeichnen. Hauptfaktor für diese Entwicklung war der rückläufige Personalaufwand aufgrund einer geringeren Mitarbeiterzahl im Rahmen der Programme zur Steigerung der Effizienz und Verbesserung der Kostenstruktur („W&W 2015“ und zuvor „W&W 2012“). So lag die Anzahl der Mitarbeiter zum 30.09.2015 bei 7.446 Mitarbeitern (Vollzeitäquivalente) nach 7.670 zu Jahresbeginn. Vor dem Beginn der Effizienzprogramme betrug die Mitarbeiterzahl noch 9.412 (31.12.2006). Wir gehen davon aus, dass die Mitarbeiterzahl in 2016 und 2017 jährlich um 1-2% rückläufig ist. Unter Berücksichtigung von tariflichen Gehaltserhöhungen sollte der Personalaufwand mittelfristig nur um ca. 1% p.a. steigen.



Quelle: Unternehmen

Die Kostendisziplin spiegelt sich auch bei den Sachkosten wider. Diese stiegen zum Ende des dritten Quartals 2015 lediglich um 0,6% auf 290,05 Mio. Euro. Wir gehen davon aus, dass die Sachkosten in den kommenden beiden Jahren weitgehend unverändert bleiben. Auch bei den Abschreibungen (ohne Finanzanlagen) unterstellen wir eine konstante Entwicklung. Vor diesem Hintergrund geht in unsere Planungen ein bis 2018 stabiler Verwaltungsaufwand ein, der bei rund 1.100 Mio. Euro liegt

in Mio. Euro	2013	2014	2015e	2016e	2017e
<b>Personalaufwendungen</b>	630,8	615,7	620,0	623,1	629,4
<i>Veränderung yoy</i>	2,7%	-2,4%	0,7%	0,5%	1,0%
<b>Sachaufwendungen</b>	418,7	403,0	404,6	405,0	405,5
<i>Veränderung yoy</i>	-9,6%	-3,8%	0,4%	0,1%	0,1%
<b>Abschreibungen</b>	68,4	89,3	70,6	67,0	65,7
<i>Veränderung yoy</i>	-0,9%	30,5%	-21,0%	-5,0%	-2,0%
<b>Verwaltungsaufwendungen</b>	<b>1118,0</b>	<b>1108,1</b>	<b>1095,2</b>	<b>1095,2</b>	<b>1100,5</b>

Quelle: Unternehmen, Montega

Auch bei weiteren Maßnahmen zur Reduzierung der Kosten gehen wir von einer Fortführung aus – dies gilt insbesondere für die Kündigung übersparter und langjährig zuteilungsreifer Bausparverträge durch die Wüstenrot Bausparkasse. Die Ergebnisentlastung liegt bei ca. 15 Mio. Euro pro Jahr. Die finanziellen Risiken aufgrund rechtlicher Unsicherheiten bei diesem Vorgehen halten wir für überschaubar.

### Verbessertes Ergebnisniveau ist nachhaltig

Aufgrund der umgesetzten Maßnahmen erachten wir die erreichte Ergebnisverbesserung als nachhaltig. Die Auflage eines neuen Programms zur Effizienzsteigerung und Digitalisierung der Prozesse sollte den Ertragsdruck aus regulatorischen Themen und notwendigen Zukunftsinvestitionen weiterhin abfangen. Unwägbarkeiten bleiben die Entwicklung an den Kapitalmärkten und der Schadensverlauf. Zwar erwarten wir nach einem Rekordergebnis in 2015 einen moderaten Ergebnisrückgang auf rund 252 Mio. Euro für 2016, in den Folgejahren aber eine weitgehend stabile Entwicklung. Der Ergebnisrückgang von 2015 auf 2016 enthält auch den erwarteten Wegfall positiver Steuereffekte in Höhe von ca. 15 Mio. Euro.

in Mio. Euro	2013	2014	2015e	2016e	2017e
Verdiente Beiträge <small>(netto)</small>	3.840,4	3.939,4	3.922,4	3.961,6	4.002,0
Finanzergebnis	2.178,8	2.302,5	2.157,4	2.134,6	2.106,2
EBT	184,7	283,0	334,5	322,8	318,7
Konzernüberschuss	155,0	242,0	273,0	252,0	247,9
Jahresüberschuss	143,1	233,4	266,5	247,1	244,3

Quelle: Unternehmen, Montega

Aufgrund der Ergebnisentwicklung gehen wir von einer Dividendenanhebung um 0,10 Euro auf 0,60 Euro für das Geschäftsjahr 2015 aus.

### Solide Bilanzqualität

Auf der **Aktivseite** wird die Bilanz von Forderungen aus Baudarlehen und den Kapitalanlagen zur Bedeckung der versicherungstechnischen Rückstellungen dominiert. Teile der Kapitalanlagen fallen ebenfalls unter Forderungen. Damit sind Forderungen die bedeutendste Bilanzposition auf der Aktivseite. Auf sie entfallen 56,5% der Bilanzsumme von 76,7 Mrd. Euro. Mit rund einem Drittel haben zudem *Zur Veräußerung verfügbare finanzielle Vermögenswerte* einen bedeutenden Anteil an der Aktivseite. Hierbei handelt es sich überwiegend um Anleihen, die Bestandteil der Kapitalanlagen sind. Ebenfalls Teil der Kapitalanlagen ist die Bilanzposition *Finanzielle Vermögenswerte erfolgswirksam zum beizulegenden Zeitwert bewertet*. Dabei handelt es sich überwiegend um Derivate, die weitgehend Absicherungszwecken dienen. Hierauf entfallen 4,5% der Aktivseite. Insgesamt liegt das Volumen der Kapitalanlagen bei rund 50 Mrd. Euro.

Bei den Kapitalanlagen verfolgt W&W eine konservative Anlagepolitik. Dies drückt sich durch eine hohe Qualität der im Bestand befindlichen Anleihen aus. Wesentliche Teile der gehaltenen Anleihen verfügen über gute und sehr gute Ratings. Zudem liegt der Schwerpunkt auf Emittenten aus Deutschland. Auch durch eine moderate Aktienquote bei den Personenversicherungsgesellschaften kommt eine konservative Anlagepolitik zum Ausdruck. Zudem verfügt W&W im Bereich Personenversicherung nur über moderate Aktienquoten. Grundsätzlich bewegt sich W&W bei der Kapitalanlage im Spannungsfeld zwischen der Sicherheit der Anlagen und der Notwendigkeit eine auskömmliche Verzinsung für die versicherungstechnischen Verpflichtungen zu erzielen. Hier besteht die Herausforderung, dass der Rechnungszins für die versicherungstechnischen Rückstellungen und die Verzinsung alter Bausparverträge über den derzeit am Kapitalmarkt bei hoher Sicherheit zu erzielenden Renditen liegt.

Aufgrund des Rückgangs der Kapitalmarktrenditen bestehen auf der Aktivseite auch erhebliche Bewertungsreserven. Sie entfallen zum überwiegenden Teil auf erstrangige Forderungen an Institutionelle (31.12.2014: 3.438,1 Mio. Euro), Baudarlehen (31.12.2014: 920,9 Mio. Euro) und auf als Finanzinvestition gehaltene Immobilien (31.12.2014: 383,0 Mio. Euro). Die Bewertungsreserven weisen eine hohe Zinssensitivität auf.

Die **Passivseite** ist geprägt durch die *versicherungstechnischen Rückstellungen* (43%) und *Verbindlichkeiten gegenüber Kunden* (33%), die überwiegend aus den Einlagen der Bausparer resultieren. Das Eigenkapital beträgt 3.717 Mio. Euro und die Eigenkapitalquote damit 4,85%.



Relevanter als die Eigenkapitalquote sind jedoch die jeweiligen aufsichtsrechtlichen Kenngrößen für Eigenmittel der Gruppe und der jeweiligen Geschäftsfelder. So lag die Solvabilitätsquote der Unternehmensgruppe (Finanzkonglomerat) bei 148,6% (31.12.2014) des aufsichtsrechtlichen Minimums. Die Kernkapitalquote für die Bausparkasse betrug 12,6%, bei der Wüstenrot Bank AG Pfandbriefbank wurde ein Wert von 11,0% erreicht. Hiermit liegen die Institute nahe dem Durchschnitt der Kernkapitalquoten deutscher Banken von 11,7% (31.12.2014). Für die Lebensversicherung lag die Solvabilitätsquote für die Risikotragfähigkeit bei 155,2% und damit knapp unter dem Branchendurchschnitt von 164,5%. (31.12.2014, map Report). Die entsprechende Kennzahl für die Sachversicherung erreichte einen Wert von 156,6%. Insgesamt bewegt sich W&W damit bezüglich der Eigenmittelausstattung deutlich über den Mindestanforderungen und in etwa im Branchendurchschnitt.

Die W&W AG und wichtige Konzerngesellschaften sind durch S&P geratet. Die W&W AG ist durch S&P mit BBB+ und stabilem Ausblick eingestuft. Die Gesellschaften Württembergische Versicherung AG, Württembergische Lebensversicherung AG, Wüstenrot Bausparkasse AG und Wüstenrot Bank AG Pfandbriefbank sind jeweils mit A- und einem stabilen Ausblick eingestuft.

## BEWERTUNG

Zur Bewertung haben wir ein Residual-Income-Model, einen Peer-Group-Vergleich sowie die historische Bewertung von W&W anhand von Ergebnismultiplikatoren herangezogen. Maßgeblich für die Bewertung ist das Residual-Income-Model. Der Peer-Group-Vergleich und die historische Bewertung dienen der Verifizierung unseres Bewertungsansatzes. Die Ansätze deuten eine attraktive Bewertung der Aktie an.

### Residual-Income-Model

Im Residual-Income-Model werden die den Aktionären zustehenden ökonomischen Überschüsse mit den Eigenkapitalkosten diskontiert und zum aktuellen Buchwert addiert. Die ökonomischen Überschüsse ergeben sich aus der Differenz zwischen Eigenkapitalrendite und Eigenkapitalkosten und beziehen sich auf das Eigenkapital nach Minderheiten.

Für die Eigenkapitalkosten setzen wir einen Wert von 8,35% an. Dieser basiert auf einem Beta von 0,9 bei einer Markttrendite von 9%. Das Beta reflektiert das sehr niedrige empirische Beta (3J: 0,37), die konservative Unternehmens- und Kapitalanlagepolitik sowie das diversifizierte Geschäftsmodell.

Für den RoE unterstellen wir nach 2015 (7%) in den kommenden Jahren ein etwas niedrigeres Niveau. Mittel- und langfristig sollte W&W aufgrund der Anstrengungen zur Steigerung der Effizienz und eines erwarteten leichten Anstiegs des Zinsniveaus nachhaltig Eigenkapitalrenditen von >6% erreichen. Als langfristigen durchschnittlichen RoE gehen 6,5% in das Bewertungsmodell ein. Auf dieser Basis ergibt das Residual-Income-Model einen fairen Wert von 24,87 Euro je Aktie (siehe Seite 29).

### Peer-Group-Vergleich

Für die Peer-Group-Analyse haben wir deutsche und europäische Erstversicherer und deutsche Finanzdienstleister herangezogen.

### Peer-Group Wüstenrot & Württembergische

Unternehmen	Kurs (LW)	KBV			KGV			ROE		
		2014	2015e	2016e	2014	2015e	2016e	2014	2015e	2016e
Talanx AG	24,58	0,78	0,75	0,73	8,14	8,84	7,84	10,20	8,54	9,26
Allianz SE	131,70	0,94	0,95	0,91	9,66	8,90	8,67	11,20	11,41	11,02
AXA Group	20,30	0,76	0,77	0,74	9,49	8,73	8,44	14,50	10,05	9,78
Commerzbank AG	6,74	0,29	0,29	0,28	12,72	8,15	6,40	2,40	3,90	4,54
Aareal Bank AG	22,64	0,62	0,53	0,52	4,65	4,09	6,85	14,10	12,28	7,35
Assicurazioni Generali S.p.A.	11,98	0,83	0,78	0,73	7,88	7,78	7,30	7,77	9,94	10,19
Mittelwert		0,70	0,68	0,65	8,76	7,75	7,58	10,03	9,35	8,69
<b>Wüstenrot &amp; Württembergische</b>	<b>17,9</b>	<b>0,50</b>	<b>0,47</b>	<b>0,45</b>	<b>6,95</b>	<b>6,30</b>	<b>6,80</b>	<b>6,6</b>	<b>7,4</b>	<b>6,2</b>
Potenzial		39%	43%	44%	26%	23%	12%	n.m.	n.m.	n.m.
<b>Fairer Wert je Aktie</b>		<b>25,00</b>	<b>25,70</b>	<b>25,90</b>	<b>22,60</b>	<b>22,00</b>	<b>20,00</b>	<b>n.m.</b>	<b>n.m.</b>	<b>m.m</b>

Quelle: Unternehmen, Montega, Capital IQ

Auf Basis der Peer-Group zeigt sich, dass W&W auf Buchwert-Basis zwar deutlich unterbewertet ist, dies jedoch in dem unterdurchschnittlichen RoE begründet ist. Das Upside von 44% auf Basis des KBV für 2016 entspricht knapp der relativen Differenz des RoE zum Mittelwert der Peer-Group für 2016 (41%). Somit ergibt sich auf Basis von RoE

und Buchwert nur ein moderates Bewertungspotenzial zur Peer-Group. Das KGV für 2016e signalisiert eine Unterbewertung zur Peer-Group von 12%. Daraus ergibt sich ein Wert von 20,00 Euro je Aktie.

Aufgrund des relativen Charakters der Peer-Group-Analyse, halten wir uns bei der Ableitung des Kursziels an das Residual-Income-Model. Insgesamt erscheint die Peer-Group mit einem KGV von 7,6x für 2016e im historischen Vergleich niedrig bewertet.

### Historische Bewertung

Aufgrund der aktuell sehr geringen Ergebnismultiplikatoren der Peer-Group haben wir die Bewertung für W&W um eine Bewertung auf Basis der historischen Ergebnismultiplikatoren erweitert.

#### Historische EPS Bewertung

<b>5y av. P/E FY+1</b>	<b>8,4</b>
x EPS 2016e	2,64
<b>= Wert je Aktie (in Euro)</b>	<b>22,10</b>

Quelle: Montega, Capital IQ

Aus dem durchschnittlichen 1Y-Forward PE der letzten 5 Jahre und den Gewinnschätzungen für 2016 leitet sich ein Wert von 22,10 Euro je Aktie ab.

### Residual Income-Modell

Angaben in Mio.Euro	2015e	2016e	2017e	2018e	2019e	2020e	2021e	Terminal Value
<b>Eigenkapital</b>	<b>3.890,4</b>	<b>4.080,6</b>	<b>4.258,9</b>	<b>4.447,4</b>	<b>4.634,3</b>	<b>4.832,6</b>	<b>5.048,2</b>	<b>5.273,3</b>
Minderheiten	111,0	108,3	105,6	102,8	107,1	111,7	116,7	121,9
<b>EK nach Minderheiten</b>	<b>3779,36</b>	<b>3972,25</b>	<b>4153,32</b>	<b>4344,60</b>	<b>4527,24</b>	<b>4720,92</b>	<b>4931,53</b>	<b>5151,39</b>
<b>Überschuss n. Minderheiten</b>	<b>266,52</b>	<b>247,14</b>	<b>244,32</b>	<b>263,86</b>	<b>276,16</b>	<b>297,42</b>	<b>315,62</b>	<b>315,62</b>
ROE	7,1%	6,2%	5,9%	6,1%	6,1%	6,3%	6,4%	6,5%
<b>Eigenkapitalkosten</b>	<b>8,4%</b>							
<b>Residualeinkommen</b>	<b>-49,06</b>	<b>-84,54</b>	<b>-102,48</b>	<b>-98,91</b>	<b>-101,86</b>	<b>-96,78</b>	<b>-96,16</b>	<b>-95,30</b>
Present Value	-49,1	-78,0	-87,3	-77,8	-73,9	-64,8	-59,4	-739,6
<b>Kumuliert</b>	<b>-49,1</b>	<b>-127,1</b>	<b>-214,4</b>	<b>-292,1</b>	<b>-366,1</b>	<b>-430,9</b>	<b>-490,3</b>	<b>-1229,9</b>

#### Wertermittlung (Mio. Euro)

Total present value (Tpv)	-1.229,9
Terminal Value	-739,6
Anteil vom Tpv-Wert	60%
Buchwert Eigenkapital	3.779,4
<b>Eigenkapitalwert</b>	<b>2.549,5</b>

Aktienzahl (Mio.)	93,70
<b>Wert je Aktie (Euro)</b>	<b>24,87</b>
<b>+Upside / -Downside</b>	<b>40%</b>
<b>Aktienkurs (Euro)</b>	<b>17,92</b>

#### Modellparameter

Marktrendite	9,0%
Beta	0,90
Eigenkapitalkosten	8,4%
ewiges Wachstum	1,0%

Quelle: Montega

#### Annahmen: Umsatzwachstumsraten und Margenerwartungen

Kurzfristiges Ergebniswachstum	2015-2018	-0,3%
Mittelfristiges Ergebniswachstum	2015-2020	2,2%
Langfristiges Umsatzwachstum	ab 2022	1,0%
ROE	2015-2018	6,3%
ROE	2015-2020	6,3%
ROE langfristig	ab 2022	6,5%

#### Sensitivität Wert je Aktie (Euro) ewiges Wachstum

WACC	0,25%	0,75%	1,00%	1,25%	1,75%
8,85%	23,28	22,77	22,49	22,19	21,53
8,60%	24,41	23,91	23,64	23,35	22,71
<b>8,35%</b>	<b>25,60</b>	<b>25,13</b>	<b>24,87</b>	<b>24,60</b>	<b>23,98</b>
8,10%	26,88	26,43	26,19	25,93	25,34
7,85%	28,23	27,83	27,60	27,36	26,82

#### Sensitivität Wert je Aktie (Euro) ROE ab 2022e

WACC	6,00%	6,25%	6,50%	6,75%	7,00%
8,85%	22,49	23,46	24,42	25,39	26,36
8,60%	22,63	23,64	24,66	25,67	26,69
<b>8,35%</b>	<b>22,74</b>	<b>23,81</b>	<b>24,87</b>	<b>25,94</b>	<b>27,01</b>
8,10%	22,82	23,95	25,07	26,19	27,31
7,85%	22,87	24,06	25,24	26,42	27,60

**UNTERNEHMENSHINTERGRUND**

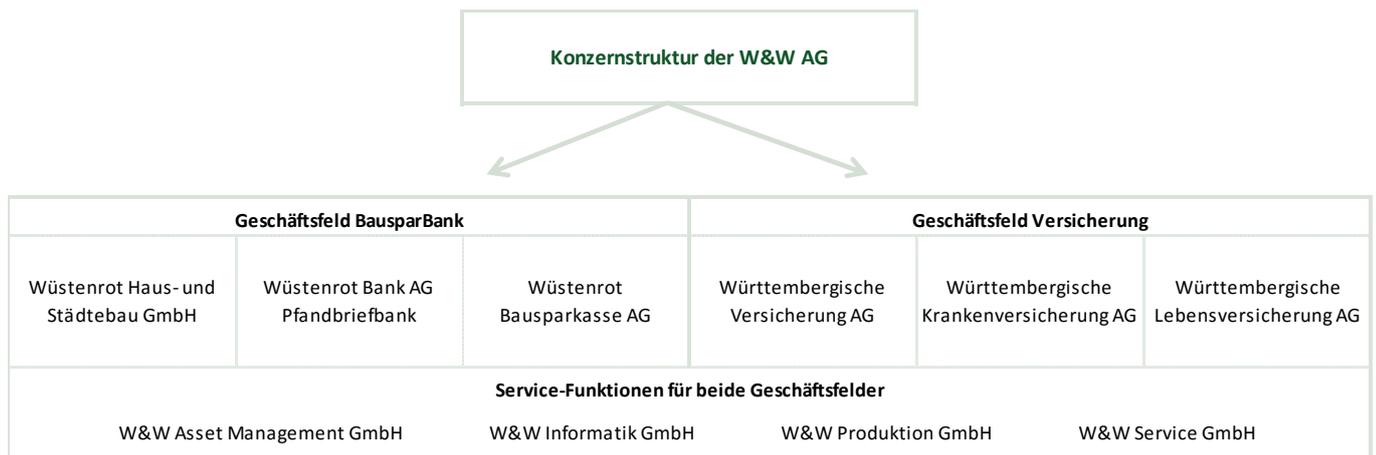
Die Wüstenrot und Württembergische AG (W&W) ist ein in den Bereichen Versicherungen und Bausparen tätiger Finanzdienstleister. Der aus einem Zusammenschluss von Wüstenrot und Württembergische im Jahr 1999 entstandene Konzern hat seinen Hauptsitz in Stuttgart und koordiniert von dort die Aktivitäten der Gruppe. Neben der Kernregion Deutschland ist W&W auch in Tschechien aktiv. Insgesamt sind ca. 7.600 Mitarbeiter im Innendienst und ca. 6.000 Außendienstpartner beschäftigt. In 2014 erzielte das Unternehmen mit seinen rund sechs Mio. Kunden einen Konzernüberschuss von 242 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 Bank AG Pfandbriefbank**

Die aus einer Fusion 2005 entstandene Wüstenrot Bank AG Pfandbriefbank (WBP) ist eine der ersten Universalbanken mit Pfandbrieflizenz und bietet heute als Online-Bank neben klassischen Baufinanzierungen auch Spar- und Anlageprodukte sowie Girokonten an.

**Wüstenrot Bausparkasse AG**

Mit der Wüstenrot Bausparkasse AG (BSW) wird ein breites Spektrum an Bauspar- und Finanzierungsprodukten für kurzfristige bis langfristige Bau-, Erwerbs- und Modernisierungsvorhaben angeboten. Die BSW strebt die kontinuierliche Anpassung der Produkte an sich verändernde Marktbedingungen an.

**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 bedeutenden 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.

#### **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.

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**

**Dr. Alexander Erdland:** Nach seiner praktischen Ausbildung bei der Spar- und Darlehenskasse eG studierte Herr Dr. Erdland Betriebswirtschaftslehre und Rechtswissenschaften an den Universitäten Münster und Saarbrücken. Anschließend arbeitete er als wissenschaftlicher Assistent am Lehrstuhl für Finanzwirtschaft an der Fernuniversität Hagen und promovierte zum Dr. rer. pol. Seinen beruflichen Werdegang begann Dr. Erdland 1980 als Leiter des Bereichs Vorstandssekretariat,

Unternehmensplanung und Marketing bei der Norddeutschen Genossenschaftsbank AG in Hannover. In verschiedenen Vorstandspositionen in den Jahren 1984 bis 2005 sammelte er umfangreiche Erfahrung und ist seit 2006 Vorstandsvorsitzender der Wüstenrot und Württembergische AG. Seit 2012 ist Herr Dr. Erdland ferner Präsident des Gesamtverbands der Deutschen Versicherungswirtschaft e.V. Zum Jahresende 2016 wird Herr Dr. Erdland den Vorstand der Wüstenrot und Württembergische AG verlassen. Sein Nachfolger wird Jürgen Albert Junker. Herr Junker gehört seit 2007 dem Vorstand der VHV Allgemeine Versicherung und VHV Lebensversicherung an. Dort verantwortet er das Ressort Vertrieb und Konzernbeteiligungen. Er wird zum April 2016 in den Vorstand der W&W AG wechseln.

**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.

**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).

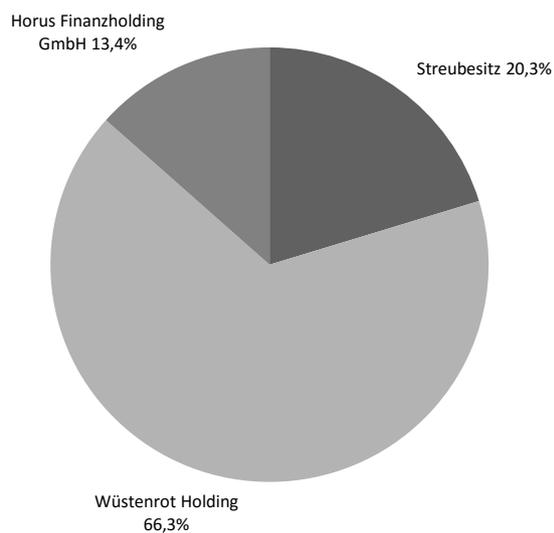
**Norbert Heinen:** Seine Ausbildung absolvierte Herr Heinen an der Universität Münster mit einem Studium der Mathematik und Physik. Anschließend trat Herr Heinen in den Gerling-Konzern Lebensversicherung AG ein und wurde dort 1996 nach einigen Zwischenschritten Mitglied des Vorstands. Ab 2002 war Herr Heinen Mitglied des Vorstands der Gerling-Holding und Vorsitzender des Vorstands der Gerling-Konzern Lebensversicherung AG sowie der Gerling Firmen- und Privat-Service AG. Seit 2010 gehört Herr Heinen zum Vorstand bei W&W und ist Vorsitzender des Vorstands Württembergische Versicherung AG, Württembergische Lebensversicherung AG und Württembergische Krankenversicherung AG. Darüber hinaus ist Herr Heinen seit 1995 Vorstandsmitglied der Deutschen Aktuarvereinigung (DAV).

### Aktionärsstruktur

Das Grundkapital beträgt 490.311.035,60 Euro. In 2014 wurde es durch eine Aktiendividende in Höhe von 0,35 Euro (Gesamtdividende 0,50 Euro, davon 0,15 Euro

Bardividende) um 9.189.622,50 Euro erhöht. Dabei wurden 1.757.098 W&W-Aktien neu emittiert. Aktuell umfasst das Grundkapital 93.749.720 Stückaktien. Zu den Aktionären gehört mit 66,31% die Wüstenrot Holding und mit 13,42% die Horus Finanz Holding GmbH. Die restlichen 20,27% befinden sich im Streubesitz.

#### Aktionärsstruktur



Quelle: Unternehmen

**ANHANG**

G&V (in Mio. Euro) Wüstenrot & Württembergische	2012	2013	2014	2015e	2016e	2017e
<b>Verdiente Beiträge (netto)</b>	<b>3.909,5</b>	<b>3.840,4</b>	<b>3.939,4</b>	<b>3.922,4</b>	<b>3.961,6</b>	<b>4.002,0</b>
<b>Finanzergebnis nach Risikovorsorge</b>	<b>1.992,7</b>	<b>2.178,8</b>	<b>2.302,5</b>	<b>2.157,4</b>	<b>2.134,6</b>	<b>2.106,2</b>
<b>Summe Ergebnis (Umsatz)</b>	<b>5.902,2</b>	<b>6.019,2</b>	<b>6.241,9</b>	<b>6.079,8</b>	<b>6.096,2</b>	<b>6.108,2</b>
<b>Leistungen aus Versicherungsverträgen (netto)</b>	<b>4.117,3</b>	<b>4.264,1</b>	<b>4.426,9</b>	<b>4.240,2</b>	<b>4.275,5</b>	<b>4.297,6</b>
<b>Provisionsergebnis</b>	<b>-412,2</b>	<b>-405,3</b>	<b>-403,5</b>	<b>-399,1</b>	<b>-398,5</b>	<b>-389,1</b>
Personalaufwendungen	614,5	630,8	615,7	620,0	623,1	629,4
Sachaufwendungen	463,0	418,7	403,0	404,6	405,0	405,5
Abschreibungen	69,1	68,4	89,3	70,6	67,0	65,7
<b>Verwaltungsaufwendungen</b>	<b>1.146,6</b>	<b>1.118,0</b>	<b>1.108,1</b>	<b>1.095,2</b>	<b>1.095,2</b>	<b>1.100,5</b>
Bewertungsergebnis	-0,1	-0,2	0,0	0,0	0,0	0,0
Sonstiges betriebliches Ergebnis	65,8	-47,0	-20,4	-10,8	-4,3	-2,2
<b>EBT</b>	<b>292,0</b>	<b>184,7</b>	<b>283,0</b>	<b>334,5</b>	<b>322,8</b>	<b>318,7</b>
Ertragssteuern	56,8	29,7	41,0	61,6	70,8	70,8
<b>Konzernüberschuss</b>	<b>235,3</b>	<b>155,0</b>	<b>242,0</b>	<b>273,0</b>	<b>252,0</b>	<b>247,9</b>
Anteile Dritter	12,4	11,7	8,6	6,4	4,8	3,6
<b>Jahresüberschuss</b>	<b>222,8</b>	<b>143,1</b>	<b>233,4</b>	<b>266,5</b>	<b>247,1</b>	<b>244,3</b>

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

G&V (in % vom Umsatz) Wüstenrot & Württembergische	2012	2013	2014	2015e	2016e	2017e
<b>Summe Ergebnis (Umsatz)</b>	<b>100,0%</b>	<b>100,0%</b>	<b>100,0%</b>	<b>100,0%</b>	<b>100,0%</b>	<b>100,0%</b>
<b>Verdiente Beiträge (netto)</b>	<b>66,2%</b>	<b>63,8%</b>	<b>63,1%</b>	<b>64,5%</b>	<b>65,0%</b>	<b>65,5%</b>
<b>Finanzergebnis nach Risikovorsorge</b>	<b>33,8%</b>	<b>36,2%</b>	<b>36,9%</b>	<b>35,5%</b>	<b>35,0%</b>	<b>34,5%</b>
<b>Leistungen aus Versicherungsverträgen (netto)</b>	<b>69,76%</b>	<b>70,84%</b>	<b>70,92%</b>	<b>69,74%</b>	<b>70,13%</b>	<b>70,36%</b>
<b>Provisionsergebnis</b>	<b>-6,98%</b>	<b>-6,73%</b>	<b>-6,46%</b>	<b>-6,56%</b>	<b>-6,54%</b>	<b>-6,37%</b>
Personalaufwendungen	10,41%	10,48%	9,86%	10,20%	10,22%	10,30%
Sachaufwendungen	7,84%	6,96%	6,46%	6,66%	6,64%	6,64%
Abschreibungen	1,17%	1,14%	1,43%	1,16%	1,10%	1,08%
<b>Verwaltungsaufwendungen</b>	<b>19,43%</b>	<b>18,57%</b>	<b>17,75%</b>	<b>18,01%</b>	<b>17,97%</b>	<b>18,02%</b>
Bewertungsergebnis	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
Sonstiges betriebliches Ergebnis	1,11%	-0,78%	-0,33%	-0,18%	-0,07%	-0,04%
<b>EBT</b>	<b>4,95%</b>	<b>3,07%</b>	<b>4,53%</b>	<b>5,50%</b>	<b>5,29%</b>	<b>5,22%</b>
Ertragssteuern	0,96%	0,49%	0,66%	1,01%	1,16%	1,16%
<b>Konzernüberschuss</b>	<b>3,99%</b>	<b>2,58%</b>	<b>3,88%</b>	<b>4,49%</b>	<b>4,13%</b>	<b>4,06%</b>
Anteile Dritter	0,21%	0,19%	0,14%	0,11%	0,08%	0,06%
<b>Jahresüberschuss</b>	<b>3,77%</b>	<b>2,38%</b>	<b>3,74%</b>	<b>4,38%</b>	<b>4,05%</b>	<b>4,00%</b>

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

Bilanz (in Mio. Euro) Wüstenrot & Württembergische	2012	2013	2014	2015e	2016e	2017e
<b>AKTIVA</b>						
Barreserve	250,5	531,6	339,1	210,0	220,0	225,0
Zur Veräußerung gehaltene langfristige Vermögenswerte und aufgegebenen Geschäftsbereiche	8,5	14,1	14,1	115,0	120,0	125,0
Finanzielle Vermögenswerte erfolgswirksam zum beizulegenden Zeitwert bewertet	2.761,9	2.644,2	3.463,9	3.440,0	3.100,0	3.000,0
Zur Veräußerung verfügbare finanzielle Vermögenswerte	20.840,6	21.013,2	25.613,4	25.200,0	25.000,0	25.300,0
<b>Forderungen</b>	<b>48.440,1</b>	<b>46.357,9</b>	<b>44.316,0</b>	<b>44.750,0</b>	<b>45.460,0</b>	<b>45.660,0</b>
I. Nachrangige Wertpapiere und Forderungen	n.a.	88,5	96,4	150,0	160,0	160,0
II. Erstrangige Forderungen an Institutionelle	n.a.	17.095,2	16.520,3	16.400,0	16.600,0	16.600,0
III. Erstrangige festverzinsliche Wertpapiere	n.a.	332,3	0,0	0,0	0,0	0,0
IV. Baudarlehen	n.a.	26.253,8	25.127,3	25.200,0	25.700,0	25.800,0
V. Sonstige Forderungen	n.a.	2.588,2	2.572,1	3.000,0	3.000,0	3.100,0
Risikovorsorge	-204,6	-203,8	-214,6	-222,5	-202,4	-184,1
Positive Marktwerte aus Sicherungsbeziehungen	424,0	26,7	51,1	50,0	60,0	40,0
Nach der Equity-Methode bilanzierte finanzielle Vermögenswerte	118,3	135,5	184,2	150,0	170,0	170,0
Als Finanzinvestition gehaltene Immobilien	1.455,3	1.671,7	1.769,4	1.900,0	2.000,0	2.050,0
Anteil der Rückversicherer an den versicherungstechnischen Rückstellungen	1.329,1	1.427,8	1.354,0	1.400,0	1.450,0	1.470,0
<b>Sonstige Aktiva</b>	<b>1.769,1</b>	<b>1.423,5</b>	<b>1.645,5</b>	<b>1.595,0</b>	<b>1.555,0</b>	<b>1.465,0</b>
I. Immaterielle Vermögenswerte	209,0	154,9	116,6	115,0	110,0	110,0
II. Sachanlagen	255,4	239,9	238,0	230,0	225,0	225,0
III. Vorräte	71,5	63,8	67,8	75,0	75,0	75,0
IV. Steuererstattungsansprüche	133,6	95,6	72,8	70,0	60,0	50,0
V. Latente Steuererstattungsansprüche	986,6	766,7	1.042,3	1.000,0	980,0	900,0
VI. Andere Vermögenswerte	113,0	102,7	107,8	105,0	105,0	105,0
<b>Bilanzsumme (Aktiva)</b>	<b>77.192,9</b>	<b>75.042,5</b>	<b>78.536,1</b>	<b>78.587,5</b>	<b>78.932,6</b>	<b>79.320,9</b>
<b>PASSIVA</b>						
Finanzielle Verbindlichkeiten z. Zeitwert	1.137,4	750,8	1.012,0	1.022,2	1.032,4	1.042,7
<b>Verbindlichkeiten</b>	<b>37.111,6</b>	<b>35.939,7</b>	<b>35.647,1</b>	<b>34.867,5</b>	<b>34.261,0</b>	<b>33.669,3</b>
I. Verbriefte Verbindlichkeiten	1.482,4	1.266,9	1.165,7	1.165,7	1.165,7	1.165,7
II. Verbindlichkeiten gegenüber Kreditinstituten	6.627,7	6.011,2	6.401,4	6.369,4	6.337,6	6.305,9
III. Verbindlichkeiten gegenüber Kunden	27.266,6	26.252,9	25.710,9	24.939,5	24.341,0	23.756,8
IV. Verbindlichkeiten aus Finanzierungsleasing	40,2	36,4	32,4	32,8	33,1	33,4
V. Sonstige Verbindlichkeiten	531,1	2.372,3	2.336,7	2.360,1	2.383,7	2.407,5
Negative Marktwerte aus Sicherungsbeziehungen	734,5	316,4	608,8	608,8	608,8	608,8
<b>Versicherungstechnische Rückstellungen</b>	<b>30.850,1</b>	<b>31.201,8</b>	<b>32.908,7</b>	<b>33.566,9</b>	<b>34.238,2</b>	<b>34.923,0</b>
Andere Rückstellungen	2.406,3	2.410,2	2.944,4	2.973,8	3.003,6	3.033,6
<b>Sonstige Passiva</b>	<b>1.092,7</b>	<b>742,3</b>	<b>1.124,3</b>	<b>1.092,5</b>	<b>1.102,6</b>	<b>1.122,6</b>
I. Steuerschulden	219,9	204,4	199,2	201,2	205,3	209,4
II. Latente Steuerschulden	863,5	528,4	916,0	925,2	943,7	962,6
III. Übrige Passiva	9,3	9,4	9,0	-33,9	-46,4	-49,3
<b>Nachrangkapital</b>	<b>447,0</b>	<b>428,4</b>	<b>616,5</b>	<b>567,2</b>	<b>567,2</b>	<b>567,2</b>
<b>Eigenkapital</b>	<b>3.413,4</b>	<b>3.253,0</b>	<b>3.674,2</b>	<b>3.890,4</b>	<b>4.080,6</b>	<b>4.258,9</b>
I. Anteile W&W Aktionäre am eingezahltem Kapital	1.460,2	1.460,2	1.487,6	1.487,6	1.487,6	1.487,6
II: Anteile W&W Aktionäre am erw. Kapital	1.847,0	1.707,8	2.072,9	2.291,8	2.484,7	2.665,7
III. Nicht beherrschende Anteile am Eigenkapital	106,2	85,0	113,7	111,0	108,3	105,6

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



---

**Kurs- und Empfehlungs-Historie**

---

<b>Empfehlung</b>	<b>Datum</b>	<b>Kurs</b>	<b>Kursziel</b>	<b>Potenzial</b>
Kaufen (Ersteinschätzung)	11.02.2016	17,92	25,00	+40%

---