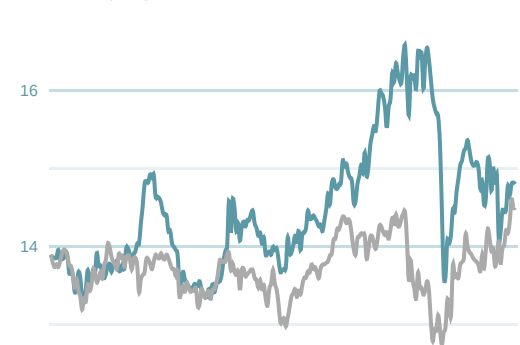


<b>Empfehlung</b>	<b>Kaufen</b>
<b>Kursziel</b>	<b>20,00 EUR</b>
<b>Kurspotenzial</b>	<b>35%</b>
<b>Aktien­daten</b>	
Kurs (Schlusskurs Vortag in EUR)	14,80
Aktienzahl (in Mio.)	93,7
Marketkap. (in Mio. EUR)	1.387,5
Handelsvol. (Ø 3 Monate; in Tsd. Aktien)	44,8
Enterprise Value (in Mio. EUR)	1.387,5
Ticker	XTRA:WUV
<b>Guidance 2026</b>	
Konzernergebnis (in Mio. EUR)	120 bis 150

Aktienkurs (EUR)



27-Mai 23-Jul 19-Sep 19-Nov 23-Jan 24-Mär 27-Mai

— Wuestenrot & Wuerttembergische AG — CDAX  
Quelle: Capital IQ

<b>Aktionärsstruktur</b>	
Wüstenrot Holding AG	39,9%
WS Holding AG	27,5%
Streubesitz	21,3%
FS BW Holding GmbH	11,3%

<b>Termine</b>	
HI Bericht	14. August 2026
Q3 Bericht	13. November 2026

<b>Prognoseanpassung</b>			
	<b>2026e</b>	<b>2027e</b>	<b>2028e</b>
<b>Vers. Erträge (alt)</b>	<b>4.354,4</b>	<b>4.485,0</b>	<b>4.619,6</b>
Δ	-	-	-
<b>EBT (alt)</b>	<b>222,6</b>	<b>292,0</b>	<b>333,7</b>
Δ	-	-	-
<b>EPS (alt)</b>	<b>1,54</b>	<b>2,01</b>	<b>2,30</b>
Δ	-	-	-

<b>Analyst</b>	
Nicklas Frers	Christian Bruns, CFA
+49 40 41111 37 85	+49 40 41111 37 87
n.frers@montega.de	c.bruns@montega.de

<b>Publikation</b>	
Comment	28. Mai 2026

## Q1 KPIs: Versicherungsgeschäft wächst solide - Wohnen Neugeschäft unter Vorjahr

Die W&W AG hat ihre ausgewählten KPIs zum ersten Quartal 2026 vorgelegt und verzeichnete einen soliden Jahresauftakt. Das Versicherungsgeschäft zeigt sich umsatzseitig weiterhin in guter Verfassung. Während der Bestand in allen Segmenten wächst, bestätigt das Management die konservative Jahresprognose von 120 bis 150 Mio. EUR für das Konzernergebnis (IFRS). Einzig das Neugeschäftsvolumen im Segment Wohnen blieb erwartungsgemäß unter dem Vorjahresniveau.

**Versicherungssegment mit solidem Wachstum:** Der Umsatz in der Personenversicherung kletterte um 3,6% auf 348 Mio. EUR (Vj: 336 Mio. EUR), getragen von einer starken Nachfrage in der Lebensversicherung, wo die Neugeschäfts-Beitragssumme um 6,6% auf 948 Mio. EUR zulegte (Vj: 889 Mio. EUR). Noch deutlicher fiel das Plus in der Schaden-/Unfallsparte mit einem Umsatzzuwachs von 6,5% auf 755 Mio. EUR aus (Vj: 709 Mio. EUR). Da das operative Neugeschäft hier wertmäßig leicht unter dem Vorjahr lag, resultiert dieses Wachstum primär aus notwendigen Beitragsanpassungen im Bestand. Dank einer aktuell moderaten Schadenentwicklung war die Ergebnisentwicklung stabil, auch wenn das versicherungstechnische Ergebnis die außergewöhnlich schadenarme Vorjahresbasis unterschreitet. Entscheidend wird der Schadensverlauf für das restliche Jahr. Großschadensereignisse stellen dank einer umsichtigen Rückversicherungspolitik kein signifikantes Risiko für die Prognose dar. Kritischer für den Ergebnistrend ist die Kleinschaden-Frequenz. Da diese Schäden unterhalb der Selbstbehaltsgrenzen verbleiben, wiegen sie in der Summe bilanziell deutlich schwerer. Sollte eine Schadenwelle im weiteren Jahresverlauf jedoch ausbleiben, ist das Erreichen des oberen Endes der Guidance u.E. realistisch.

**Segment Wohnen weiterhin Belastungsfaktor:** Das Segment Wohnen verzeichnete im ersten Quartal einen rückläufigen Trend beim Neugeschäftsvolumen, welches um 11,0% auf 3.910 Mio. EUR nachgab (Vj: 4.359 Mio. EUR). Dieser Rückgang resultiert primär aus den anhaltenden, schwierigen Rahmenbedingungen am deutschen Bau- und Immobilienmarkt. Demgegenüber stützt die solide Substanz im Bauspargeschäft den Gesamttrend, sodass der Bestand an vergebenen Baudarlehen leicht auf 30,4 Mrd. EUR ausgebaut werden konnte (Vj: 30,1 Mrd. EUR). Dank eines verbesserten Finanzergebnisses startete das Segment insgesamt positiver ins Jahr als noch 2025. Dennoch wird durch die anhaltenden Zinsabsicherungsgeschäfte das Konzernergebnis (IFRS) belastet, was zu einer entsprechend gedämpften Erwartung für das Gesamtjahr führt.

**Dividendenerhöhung wird geprüft:** Auf der vergangenen Hauptversammlung (13.05.) rückte unter anderem die Ausschüttungspolitik in den Mittelpunkt des Investoreninteresses. Ein Gegenantrag des Aktionärs GS&P zielte auf eine Erhöhung der Dividende ab. Nachdem der aktuelle Dividendenvorschlag des Vorstandes von 0,65 EUR je Aktie jedoch mit großer Mehrheit beschlossen wurde, wird eine Erhöhung für das kommende GJ geprüft. Aufgrund der vorhandenen Eigenkapitalbasis und der weiterhin niedrigen Eigenkapitalrendite ist u.E. eine Erhöhung auf 0,75 EUR je Aktie ein realistisches Szenario, dass bei Investoren als positives Signal aufgenommen werden würde.

**Fazit:** Insgesamt präsentiert sich die W&W AG aktuell operativ auf Kurs. Das wachsende Versicherungsgeschäft und die solide Substanz federn das Wohnen Segment weitestgehend ab. Entscheidend für die Ergebnisentwicklung wird der Schadensverlauf im laufenden Jahr. Angesichts einer möglichen Dividendenerhöhung und einem KBV von 0,3 bietet die Aktie aktuell einen attraktiven Einstiegspunkt. Wir bestätigen unsere Kaufempfehlung und unser Kursziel von 20,00 EUR.

Geschäftsjahresende: 31.12.	<b>2024</b>	<b>2025</b>	<b>2026e</b>	<b>2027e</b>	<b>2028e</b>
Versicherungstechnische Erträge	4.066,0	4.269,0	4.354,4	4.485,0	4.619,6
Veränderung yoy	-	5,0%	2,0%	3,0%	3,0%
Finanzergebnis	476,0	258,0	427,7	461,8	489,8
EBT	26,0	212,0	222,6	292,0	333,7
Konzernüberschuss	35,0	121,0	144,7	189,8	216,9
Combined Ratio	102,7%	86,2%	93,0%	93,0%	93,0%
ROE	0,7%	2,5%	2,9%	3,7%	4,1%
EPS	0,35	1,29	1,54	2,01	2,30
Dividende	0,65	0,65	0,65	0,75	0,75
Dividendenrendite	4,4%	4,4%	4,4%	5,1%	5,1%
KGV	42,3	11,5	9,6	7,4	6,4
KBV	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3

Quelle: Unternehmen, Montega, CapitalIQ

Angaben in Mio. EUR, EPS in EUR Kurs: 14,80 EUR

## Unternehmenshintergrund

Die Wüstenrot und Württembergische AG (W&W) ist als Finanzdienstleister in den Bereichen Schaden- und Unfallversicherung, Kranken- und Lebensversicherung sowie auf den Gebieten Bausparen, Vermögensanlage, Wohnungs- und sonstige Finanzierungen aktiv. So adressiert das Geschäftsmodell Bedürfnisse rund um die Themen Wohnen, Vermögen, Sicherheit und Zukunft. Der aus einem Zusammenschluss der beiden Traditionsunternehmen Wüstenrot und Württembergische im Jahr 1999 entstandene Konzern hat seinen Hauptsitz in Stuttgart und koordiniert von dort die Gruppenaktivitäten. Neben der Kernregion Deutschland ist W&W im Ausland mit einem kleinen Engagement von 12% an der Fundamenta Bausparkasse in Ungarn vertreten. Die Kunden werden im Rahmen eines Omnikanalvertriebs betreut, der Mitarbeiter im Innendienst, eigene Außendienste über Kooperations- und Partnervertriebe, Makleraktivitäten sowie digitale Initiativen umfasst. W&W verfolgt eine stabile Dividendenpolitik und hat die Ausschüttung je Aktie seit 2007 nicht gekürzt, weshalb wir die Aktie als ein defensives Investment im Bereich Finanzdienstleistungen erachten.

<b>Sektor</b>	Finanzen
<b>Ticker</b>	WUW
<b>Mitarbeiter</b>	7.565
<b>Eigenkapital</b>	4.961 Mio. Euro
<b>Konzernüberschuss</b>	121 Mio. Euro
<b>Return on Equity</b>	2,5%

### Standorte

Kornwestheim (Zentrale im W&W-Campus), Stuttgart, Ludwigsburg, Karlsruhe, Bad Vilbel

### Kernkompetenz

Entwicklung und Vermittlung der vier Bausteine moderner (Alters)-Vorsorge aus einer Hand: Absicherung, Wohneigentum, Risikoschutz und Vermögensbildung

### Kundenstruktur

Der Schwerpunkt liegt auf Privat- und Gewerbekunden im Kernmarkt Deutschland, derzeit ca. 6,5 Mio. Produktabnehmer

Quelle: Unternehmen, Montega; Stand: Geschäftsjahr 2025

## Wesentliche Ereignisse der Unternehmenshistorie

- 1828 Gründung Württemb. Versicherung AG unter "Württembergische Privat-Feuer-Versicherungs-Gesellschaft" als erste private Sachversicherung in Süd-DE
- 1833 Gründung der Württembergische Lebensversicherung AG unter „Allgemeine Rentenanstalt zu Stuttgart“ als erste Rentenversicherung Deutschlands
- 1921 Gründung von Wüstenrot als erste Bausparkasse Deutschlands
- 1923 Gegenseitige Beteiligungen zwischen der Württembergischen Feuer-Versicherung und der Allgemeine Rentenanstalt
- 1991 Die Württembergische Feuerversicherung und die Allgemeine Rentenanstalt schließen sich zur Württembergischen Versicherungsgruppe zusammen
- 1993 Eintritt in den tschechischen Versicherungsmarkt
- 1999 Fusion der Traditionsunternehmen Wüstenrot und Württembergische zur Wüstenrot & Württembergische-Gruppe (W&W)
- 2005 Mehrheitsübernahme an der Karlsruher Versicherungsgruppe
- 2008 Einheitlicher Markenauftritt im roten W&W-Quadrat

- 2009 Akquisition der Victoria Vereinsbank Bauspar AG
- 2010 Übernahme der Allianz Dresdner Bauspar AG
- 2015 Verkauf des tschechischen Sach- und Lebensversicherungsgeschäfts an die Allianz und Vereinbarung langfristiger Vertriebskooperationen
- 2017 Start der Digitalmarke "Adam Riese"; Übernahme des Inurtechs "Treefin"; Launch des digitalen Finanzassistenten "FinanzGuide"
- 2018 Bündelung der digitalen Aktivitäten im Geschäftsfeld brandpool
- 2019 Verkauf der Wüstenrot Bank AG Pfandbriefbank an die OLB und Abschluss einer Vertriebskooperation (HGB-Bilanzsumme ca. 1,5 Mrd. Euro)
- 2020 Kauf der Aachener Bausparkasse AG (Brutto-Neugeschäft zuvor ca. 540 Mio. Euro)
- 2020 Veräußerung der beiden tschechischen Tochtergesellschaften Bausparkasse und Hypothekenbank (IFRS Bilanzsumme: ca. 3 Mrd. Euro)
- 2021 W&W erzielt einen Rekordgewinn von 352,2 Mio. Euro

### Organisationsstruktur und Leistungsangebot

Der W&W-Konzern umfasst zahlreiche Tochterunternehmen, deren Koordination die Wüstenrot & Württembergische AG als Obergesellschaft übernimmt. Die strategische Management-Holding setzt Standards, bewirtschaftet das Kapital und bündelt verschiedene Dienstleistungsfunktionen. Im operativen Bereich ist die W&W AG nahezu ausschließlich im Bereich Rückversicherung für die Versicherungen der Gruppe tätig. Während der Jahresabschluss des W&W Konzerns nach IFRS aufgestellt wird, erfolgt die Rechnungslegung der W&W AG nach HGB, da sich die Dividendenermittlung auf HGB-Basis vollzieht.



Quelle: Unternehmen

Das **Geschäftsfeld Wohnen** umfasst Bausparverträge- und -finanzierungen, Bauträgertätigkeiten, Immobilienvermittlungen und ergänzende Serviceleistungen.

Das **Geschäftsfeld Versichern** deckt von der Schaden- und Unfallversicherung über die Lebens- und Rentenversicherung bis hin zur Pflege- und Krankenversicherung sämtliche Dimensionen der Sach- und Personenversicherung ab.

#### **Wüstenrot Bausparkasse AG**

Die Wüstenrot Bausparkasse AG (BSW) ist die älteste deutsche Bausparkasse und gilt als Erfinderin des Bausparens. Sie bietet ein breites Spektrum an Bauspar- und Finanzierungsprodukten für kurzfristige bis langfristige Bau-, Erwerbs- und Modernisierungsvorhaben sowie weitere Spar- und Anlageprodukte an. Die BSW avisiert die kontinuierliche Anpassung der Produkte an sich verändernde Marktbedingungen. Seit 2017 betreibt Wüstenrot als erste deutsche Bausparkasse auch das aktive Pfandbriefgeschäft.

#### **Wüstenrot Immobilien GmbH**

Das 1991 gegründete Immobiliengeschäft der W&W-Gruppe ist mit seinen Maklern in den Bereichen Verkauf, Vermittlung sowie Verwertung von Immobilien tätig. Rund um die Baufinanzierung, Versicherungspolizen und Geldanlagen besteht eine enge Zusammenarbeit der Makler mit den Außendienstpartnern.

#### **Wüstenrot Haus- und Städtebau GmbH**

Die Wüstenrot Haus- und Städtebau GmbH (WHS) ist ein Spezialist in den Bereichen Städtebau, Wohnungsbau sowie Immobilienmanagement. Die Tochtergesellschaft verfolgt als Bauträger das Ziel, in Zusammenarbeit mit Städten und Kommunen Wohn- und Lebensräume zu schaffen.

#### **Württembergische Versicherung AG**

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

#### **Württembergische Krankenversicherung AG**

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

#### **Württembergische Vertriebspartner GmbH**

Die seit 2007 auf dem Maklermarkt agierende Württembergische Vertriebspartner GmbH unterstützt freie und unabhängige Vermittler durch ein breites Produktangebot in den Bereichen Personen- und Kompositversicherungen sowie durch Bündelprodukte, professionelle Vertriebsunterstützung und Web-Portale zur Online-Geschäftsabwicklung.

#### **Allgemeine Rentenanstalt Pensionskasse AG**

Die seit 2002 als Pensionskasse der W&W-Gruppe agierende Tochter der Württembergischen Lebensversicherung bietet sowohl klassische als auch fondsgebundene Produkte für den Markt der betrieblichen Altersversorgung an.

#### **Adam Riese**

Die Digitalmarke richtet sich an Kunden, die sich v.a. auf Preis und Leistung eines Produkts konzentrieren und Anbieter entsprechend selbst oder durch Makler vergleichen möchten. Zu den wesentlichen Vorteilen zählen der schnelle Online-Abschluss sowie ein völdigitalisierter Schadensprozess. Anbieter und Risikoträger der Versicherungspolizen ist die Württembergische Versicherung AG.

#### **FinanzGuide**

Der FinanzGuide bietet Bestandskunden einen komprimierten Überblick über ihre Konten, ihrer Vermögenslage sowie über ihre Baufinanzierungs- und Versicherungsverträge.

Die W&W brandpool ist gegenwärtig zudem in weiteren Startups investiert (u.a. Keleya, Kinderheldin, Looping und Immomio).

#### **W&W Informatik GmbH**

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

**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.

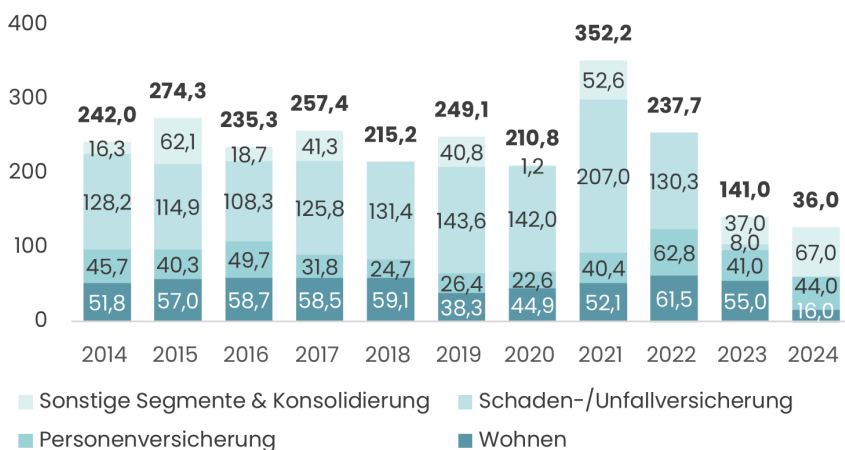
**W&W Asset Management GmbH**

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.

**Segmentbetrachtung**

Eine wesentliche Stärke W&Ws resultiert aus der Tätigkeit in verschiedenen Geschäftssegmenten, wenngleich sich ihre Bedeutung für den Konzerngewinn voneinander unterscheidet.

**Konzernüberschuss nach Segment**  
(in Mio. Euro)



Quelle: Unternehmen

So resultiert i.d.R. der Großteil des Jahresgewinns aus der **Schaden- und Unfallversicherung**. In dem wirtschaftlich bedeutendsten Segment lag W&W 2024 gemessen an den gebuchten Bruttobeiträgen in Deutschland laut GDV auf Rang 9 und überzeugt traditionell mit einer äußerst attraktiven Combined Ratio (Ø 2019-'22: 88,3% vs. branchenüblichen 94,8%). Ausschließlich die Allianz hält im fragmentierten Umfeld an den verdienten Bruttobeiträgen einen zweistelligen Marktanteil.

Im Segment **Wohnen** ist W&W gemessen am Bestand der Bausparverträge im Inland der zweitgrößte Marktteilnehmer hinter der Schwäbisch Hall und vor der BHW Bausparkasse sowie der LBS-Gruppe. Der Konzern nimmt eine aktive Rolle im Konsolidierungsprozess unter den privaten Bausparkassen ein. Innerhalb des Segments führte das veränderte Zinsumfeld zu einer signifikanten Belebung des klassischen Bauspargeschäfts, während das Baufinanzierungsgeschäft signifikante Einbußen verzeichnen musste. Positiv auf das Zinsergebnis wirkt sich auch die laufende Kündigung von Bausparverträgen auf, die seit mehr als zehn Jahren zuteilungsreif sind und bei denen eine vollständige Einzahlung der Sparsumme besteht, da diese eine deutlich über dem Marktniveau liegende Verzinsung aufweisen. Dadurch dürfte bis Ende 2025 ein wesentlicher Belastungsfaktor des Segmentes sukzessive aufgelöst werden.

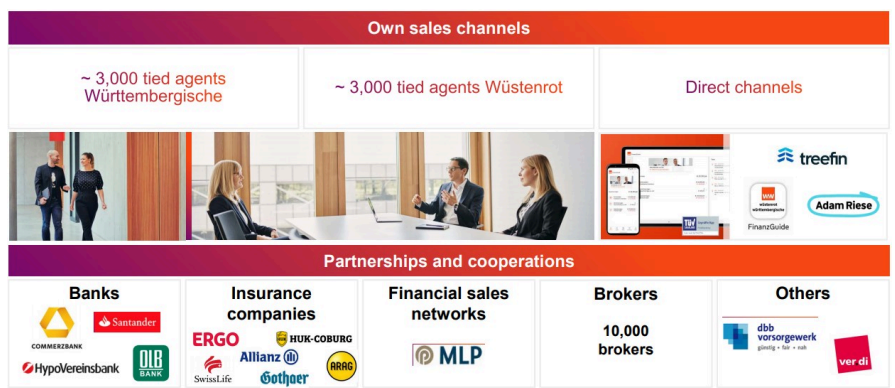
Das Segment **Personenversicherung** kann in Lebens- und Krankenversicherungen klassifiziert werden, während Erstere eine höhere Bedeutung für W&W einnehmen. Nachdem das Geschäft mit Einmalanlagen in 2021 im Bereich der Lebensversicherung als wesentliches Wachstumsfeld fungierte, wurde dieses gezielt zurückgefahren. Marktseitig erreichte W&W in diesem Bereich zuletzt Platz 10 in Deutschland (gemessen an den verdienten Bruttobeiträgen von deutschen Lebensversicherungsgesellschaften) und besitzt einen Marktanteil von 1,8% (2,0% im Vorjahr). Analog zur Schaden- und Unfallversicherung erreicht ausschließlich die Allianz einen zweistelligen Marktanteil, was die Fragmentierung des Marktes hervorhebt. Die sinkende Garantieverzinsung im Neugeschäft sorgt für absatzseitige Herausforderungen, weshalb der Vertragsbestand der deutschen Lebensversicherungen sukzessive zurückgeht.

Die übrigen Aktivitäten wie die W&W brandpool GmbH (Digitalangebot), zentrale Konzernfunktionen, das Asset-Management, Bauträgertätigkeiten sowie das Angebot von Bauspar- und Bankprodukten außerhalb Deutschlands werden in den **sonstigen Segmenten** zusammengefasst. Die **Konsolidierung** enthält Transaktionen zwischen den Segmenten zu marktüblichen Konditionen.

### Vertriebsstruktur und Absatzregionen

Durch den Zusammenschluss der beiden traditionsreichen Marken Wüstenrot und Württembergische kann in Kombination mit den verschiedenen Vertriebskanälen ein breites Kundenpotenzial von ca. 55 Mio. Menschen in Deutschland adressiert 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. Die W&W-Gruppe greift 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.



Quelle: Unternehmen

Die Umsatzerlöse mit externen Kunden (Zins-, Dividenden-, Provisions- und Mieterträge, Bauträgergeschäft und Bruttobeiträge der Versicherungen) entfielen im Geschäftsjahr 2024 gemäß dem Sitzland der operativen Einheiten zu 99,9% auf die Kernabsatzregion Deutschland. Lediglich 2,0 Mio. Euro resultieren primär aus der 11-prozentigen Beteiligung an der Fundamenta Bausparkasse in Ungarn.

### Management

Das siebenköpfige Management Board der W&W Gruppe besteht derzeit aus vier Vorstandsmitgliedern sowie den Leitern der verschiedenen Geschäftsfelder.



**Jürgen A. Junker** ist seit Januar 2017 Vorstandsvorsitzender (CEO) der W&W AG. Vor seinem Eintritt in den Vorstand der W&W AG im April 2016 fungierte er seit 2007 als Vorstandsmitglied der VHV Allgemeine Versicherung und VHV Lebensversicherung, Hannover. Dort führte Herr Junker die Ressorts Vertrieb und Konzernbeteiligungen. Der gelernte Bankkaufmann und Diplom-Kaufmann war zudem u.a. in verschiedenen Führungspositionen bei der Dresdner Bank und innerhalb der VHV-Gruppe tätig.



**Matthias Bogk** ist seit Juli 2025 CFO und CRO der W&W AG sowie Mitglied der Vorstände der Württembergischen Versicherung AG und der Württembergischen Lebensversicherung AG. Nach seinem Studium der Betriebswirtschaft mit Fachrichtung Versicherung an der Berufsakademie Karlsruhe trat er im Oktober 2001 als Referent in das Konzerncontrolling der W&W AG ein und übernahm in den Folgejahren zunehmend verantwortungsvolle Positionen im Controlling und Risikomanagement des Konzerns, bevor er im Juli 2019 als CFO und CRO in den Vorstand der Wüstenrot Bausparkasse AG eintrat.



**Jens Wieland** ist seit Juli 2012 Chief Information Officer (CIO) der W&W AG sowie Vorstandsmitglied der Württembergische Versicherung AG, Württembergische Lebensversicherung AG und Geschäftsführer der W&W Service GmbH. Nach seinem Studium der Wirtschaftsinformatik war Herr Wieland ab 1990 als selbstständiger IT-Berater mit Schwerpunkt Versicherungen tätig. Nach fünf Jahren bekleidete er verschiedene Führungspositionen im Bereich Informatik bei der DBV-Winterthur Versicherung. Ab 2007 war Herr Wieland bei AXA Deutschland im Ressort IT/Konzernorganisation beschäftigt 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. Seit Mitte 2024 trägt er zudem die Verantwortung für die Finanzsteuerung/Asset Allocation sowie die Rückversicherung.



**Bernd Hertweck** ist seit September 2013 Geschäftsfeldleiter Wohnen und Vorstandsvorsitzender der Wüstenrot Bausparkasse AG und seit September 2020 ebenfalls Arbeitsdirektor Wüstenrot Bausparkasse AG. Nach seiner Ausbildung zum Bankkaufmann und Weiterbildung zum Bankfachwirt bei der Bausparkasse Schwäbisch Hall war Herr Hertweck in diversen Abteilungen wie der Kreditabteilung, Marketing Produktmanagement und Vertriebssteuerung/-controlling beschäftigt und später als Bereichsleiter in den Ressorts Vertrieb und Marketing zuständig. Seit 2006 zählt Herr Hertweck zum Vorstand der Wüstenrot Bausparkasse AG.



**Zeliha Hanning** ist seit Januar 2021 Geschäftsfeldleiterin Versichern und Vorstandsvorsitzende der Württembergische Versicherung AG (Ressort: Schaden- und Unfallversicherung). Sie schloss sowohl ein Studium zur Versicherungsfachwirtin als auch zur Dipl. Betriebsökonomin ab und trat 2000 in den W&W-Konzern ein. Dort war Frau Hanning bereits in verschiedenen Führungspositionen des Vertriebs, als Leiterin der Organisations- sowie IT-Steuerung und als Generalbevollmächtigte für die Bereiche Privatkunden Komposit sowie Kunden- und Vermittlerservice zuständig.



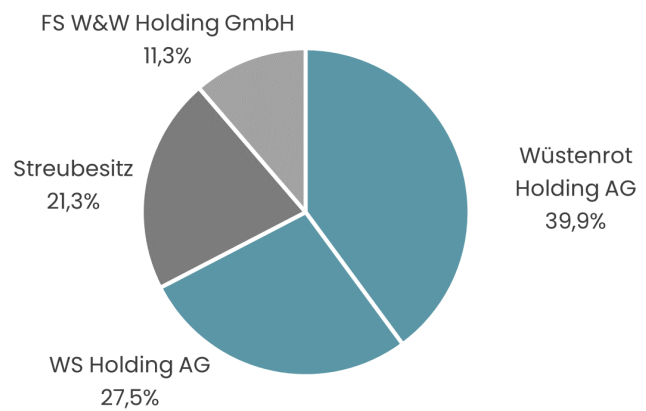
**Jacques Wasserfall** ist seit Januar 2021 Geschäftsfeldleiter Versichern und Vorstandsvorsitzender der Württembergische Lebensversicherung AG sowie der Württembergische Krankenversicherung AG (Ressort: Personenversicherung). Nach seinem Studium der Aktuarwissenschaften war er als leitender Aktuar bei verschiedenen Versicherern sowie als Vorstand der Zurich Deutscher Herold Lebensversicherung tätig. Herr Wasserfall ist im W&W-Konzern seit Juli 2020 Vorstand für das Personenversicherungsgeschäft.

### Listing und Aktionärsstruktur

Die seit September 1999 börsennotierte W&W AG war bereits von März 2016 bis Dezember 2020 im SDAX gelistet und wurde im März 2023 erneut in den prestigeträchtigen Index aufgenommen. Das Grundkapital der Gesellschaft beträgt 490.311.035,60 Euro und ist in 93.749.720 auf den Namen lautende Stückaktien (Stammaktien ohne Nennbetrag) mit einem anteiligen Betrag am Grundkapital von 5,23 Euro je Aktie eingeteilt.

Die Aktionärsstruktur ist im Wesentlichen von der Beteiligung der gemeinnützigen Wüstenrot Stiftung e. V. geprägt, die über die beiden Gesellschaften Wüstenrot Holding AG (39,91%) und WS Holding AG (27,47%) indirekt einen Anteil von 67,38% an W&W hält. Ihre Mittel werden u.a. für Stiftungsprojekte auf den Gebieten Denkmalpflege, Wissenschaft, Forschung, Bildung, Kunst und Kultur verwendet, weshalb der Ankeraktionär einen hohen Fokus auf Dividendenstabilität legt und eine weitsichtige Investmentstrategie verfolgt. Weiterer bedeutender Aktionär ist die FS W&W Holding GmbH mit einer Beteiligung von 11,29%. Sie übernahm ihre Anteile 2012 von der LBBW, die sich aufgrund erhaltener Staatshilfen im Zuge der Wirtschaftskrise nach Aufforderung der EU-Kommission von Finanzbeteiligungen trennen musste. Die restlichen 21,33% befinden sich im Streubesitz.

#### Aktionärsstruktur

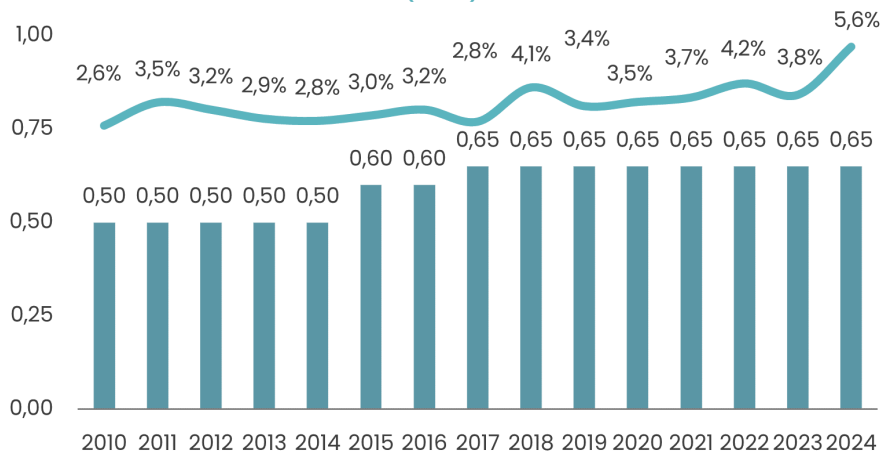


Quelle: Unternehmen

### Dividendenstrategie

Die gewünschte Dividendenkontinuität des Ankeraktionärs dürfte ein wesentlicher Grund dafür sein, dass W&W die Dividende seit 2007 nicht mehr gekürzt hat. Die durchschnittliche Ausschüttungsquote von 2019 bis 2023 i.H.v. 29,5% sowie umfangreiche bilanzielle Bewertungsreserven sollten der Dividendenpolitik wie bereits im schwierigen Jahr 2024 auch zukünftig Stabilität verschaffen.

#### Dividende je W&W-Aktie (in Euro)



Quelle: Unternehmen

Residual Income Modell

Angaben in Mio. EUR	2026e	2027e	2028e	2029e	2030e	2031e	2032e	Terminal Value
<b>Eigenkapital</b>	<b>5.043,4</b>	<b>5.161,5</b>	<b>5.306,6</b>	<b>5.461,0</b>	<b>5.663,7</b>	<b>5.870,9</b>	<b>6.085,3</b>	<b>6.319,3</b>
Minderheiten	32,1	32,1	32,2	32,3	33,5	34,7	35,9	37,3
<b>EK nach Minderheiten</b>	<b>5.011,3</b>	<b>5.129,3</b>	<b>5.274,5</b>	<b>5.428,7</b>	<b>5.630,2</b>	<b>5.836,2</b>	<b>6.049,4</b>	<b>6.282,0</b>
Überschuss n. Minderheiten	144,0	188,9	215,8	224,9	281,5	286,0	293,4	314,1
<b>ROE</b>	<b>2,87%</b>	<b>3,68%</b>	<b>4,09%</b>	<b>4,14%</b>	<b>5,00%</b>	<b>4,90%</b>	<b>4,85%</b>	<b>5,00%</b>
Eigenkapitalkosten	8,0%	8,0%	8,0%	8,0%	8,0%	8,0%	8,0%	8,0%
<b>Residualeinkommen</b>	<b>-256,9</b>	<b>-221,5</b>	<b>-206,2</b>	<b>-209,4</b>	<b>-168,9</b>	<b>-180,9</b>	<b>-190,6</b>	<b>-190,3</b>
Present Value	-263,5	-210,5	-181,6	-170,8	-127,8	-126,7	-123,6	-1.887,0
<b>Kumuliert</b>	<b>-263,5</b>	<b>-474,0</b>	<b>-655,5</b>	<b>-826,3</b>	<b>-954,1</b>	<b>-1.080,9</b>	<b>-1.204,5</b>	<b>-3.091,5</b>

Wertermittlung (Mio. EUR)	
Total present value (Tpv)	-3.091,5
Terminal Value	-1.887,0
Anteil vom Tpv-Wert	61%
Buchwert Eigenkapital	4.961,0
<b>Eigenkapitalwert</b>	<b>1.869,5</b>

Aktienzahl (Mio.)	93,75
<b>Wert je Aktie (EUR)</b>	<b>19,60</b>
<b>+Upside / -Downside</b>	<b>32%</b>
<b>Aktienkurs (EUR)</b>	<b>14,80</b>

Modellparameter	
Marktrendite	8,0%
Beta	1,00
Eigenkapitalkosten	8,0%
ewiges Wachstum	2,00%

**Annahmen: Ergebniswachstumsraten und Margenerwartungen**

Kurzfristiges Ergebniswachstum	2026-2029	2,7%
Mittelfristiges Ergebniswachstum	2026-2032	3,2%
Langfristiges Ergebniswachstum	ab 2033	3732,7%
ROE kurzfristig	2026-2029	3,7%
ROE mittelfristig	2026-2032	4,2%
ROE langfristig	ab 2033	5,0%

**Sensitivität Wert je Aktie (EUR)**

WACC	ewiges Wachstum				
	1,25%	1,75%	2,00%	2,25%	2,75%
8,50%	19,41	18,01	17,24	16,40	14,50
8,25%	20,58	19,17	18,38	17,52	15,57
<b>8,00%</b>	<b>21,84</b>	<b>20,41</b>	<b>19,60</b>	<b>18,73</b>	<b>16,72</b>
7,75%	23,18	21,74	20,92	20,03	17,99
7,50%	24,63	23,18	22,36	21,46	19,37

**Sensitivität Wert je Aktie (EUR)**

	EBIT-Marge ab 2033e				
	4,50%	4,75%	5,00%	5,25%	5,50%
8,50%	17,42	18,90	20,39	21,87	23,36
8,25%	16,99	18,56	20,13	21,70	23,27
<b>8,00%</b>	<b>16,48</b>	<b>18,14</b>	<b>19,80</b>	<b>21,46</b>	<b>23,12</b>
7,75%	15,85	17,61	19,37	21,13	22,89
7,50%	15,10	16,97	18,84	20,71	22,58

Versicherungstechnisches Ergebnis

<b>G&amp;V (in Mio. EUR) Wüstenrot &amp; Württembergische AG</b>	<b>2024</b>	<b>2025</b>	<b>2026e</b>	<b>2027e</b>	<b>2028e</b>	<b>2029e</b>
Versicherungstechnische Erträge	4.066,0	4.269,0	4.354,4	4.485,0	4.619,6	4.758,1
Finanzergebnis nach Risikovorsorge	476,0	258,0	427,7	461,8	489,8	515,7
Versicherungstechnische Aufwendungen	-4.025,0	-3.727,0	4.064,4	4.165,0	4.269,6	4.403,1
Versicherungstechnisches Ergebnis	-16,0	432,0	290,0	320,0	350,0	355,0
Provisionsergebnis	-12,0	-25,0	-19,7	-20,0	-20,4	-20,9
Verwaltungsaufwendungen	-506,0	-505,0	-520,2	-514,9	-530,4	-546,3
Bewertungsergebnis	472,0	96,0	217,6	224,1	230,8	271,5
Sonstiges betriebliches Ergebnis	85,0	52,0	44,8	45,2	44,7	44,2
<b>EBT</b>	<b>26,0</b>	<b>212,0</b>	<b>222,6</b>	<b>292,0</b>	<b>333,7</b>	<b>347,7</b>
Ertragssteuern	9,0	-91,0	-77,9	-102,2	-116,8	-121,7
<b>Konzernüberschuss</b>	<b>35,0</b>	<b>121,0</b>	<b>144,7</b>	<b>189,8</b>	<b>216,9</b>	<b>226,0</b>
Anteile Dritter	2,0		0,7	0,9	1,1	1,1
<b>Jahresüberschuss</b>	<b>33,0</b>	<b>121,0</b>	<b>144,0</b>	<b>188,9</b>	<b>215,8</b>	<b>224,9</b>

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

Bilanz (in Mio. EUR) Wüstenrot & Württembergische AG	2024	2025	2026e	2027e	2028e	2029e
<b>AKTIVA</b>						
Liquide Mittel	997,0	1.113,0	1.157,5	1.203,8	1.252,0	1.314,6
Zur Veräußerung gehaltene langfristige Vermögenswerte und aufgegebene Geschäftsbereiche	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Finanzielle Vermögenswerte erfolgswirksam zum beizulegenden Zeitwert bewertet	11.538,0	11.983,0	12.582,2	13.211,3	13.871,8	14.565,4
Finanzielle Vermögenswerte erfolgsneutral zum beizulegenden Zeitwert bewertet (oci)	23.809,0	23.352,0	23.819,0	24.414,5	25.024,9	25.650,5
Finanzielle Vermögenswerte zu fortgeführten Anschaffungskosten bewertet	31.362,0	31.991,0	32.350,4	32.714,7	33.084,3	33.614,2
Positive Marktwerte aus Sicherungsbeziehungen	2,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Versicherungstechnische Vermögenswerte			248,2	248,5	248,7	249,0
Nach der Equity Methode bilanzierte finanzielle Vermögenswerte	60,0	66,0	69,3	72,8	76,4	80,2
Als Finanzinvestitionen gehaltene Immobilien	2.466,0	2.251,0	2.296,0	2.353,4	2.412,3	2.472,6
Sonstige Aktiva	1.702,0	1.540,0	1.544,5	1.549,0	1.553,6	1.558,1
<b>Bilanzsumme (Aktiva)</b>	<b>72.266,0</b>	<b>72.544,0</b>	<b>74.067,1</b>	<b>75.768,0</b>	<b>77.523,9</b>	<b>79.504,5</b>
<b>PASSIVA</b>						
Finanzielle Verbindlichkeiten erfolgswirksam zum beizulegenden Zeitwert bewertet	237,0	51,0	51,8	52,5	53,3	54,1
Verbindlichkeiten	32.225,0	33.341,0	33.954,9	34.588,5	35.259,4	35.953,4
Negative Marktwerte aus Sicherungsbeziehungen	1,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Versicherungstechnische Verbindlichkeiten	32.253,0	31.456,0	32.242,4	33.048,5	33.874,7	34.890,9
Andere Rückstellungen	1.721,0	1.586,0	1.605,0	1.624,3	1.643,8	1.663,5
Sonstige Passiva	493,0	449,0	459,2	571,5	654,1	738,7
Nachrangkapital	406,0	700,0	710,5	721,2	732,0	743,0
Eigenkapital	4.930,2	4.961,0	5.043,4	5.161,5	5.306,6	5.461,0
I. Anteile W&W Aktionäre am eingezahlten Kapital	1.486,2	1.486,0	1.486,0	1.486,0	1.486,0	1.486,0
II: Anteile W&W Aktionäre am erwirtschafteten Kapital	3.411,0	3.443,0	3.525,3	3.643,3	3.788,5	3.942,7
a) Gewinnrücklagen	4.117,0	4.170,0	4.253,8	4.373,3	4.519,8	4.675,5
b) Übrige Rücklagen	-706,0	-727,0	-728,5	-729,9	-731,4	-732,8
Nicht beherrschende Anteile am Eigenkapital	33,0	32,0	32,1	32,1	32,2	32,3
<b>Bilanzsumme (Passiva)</b>	<b>72.266,0</b>	<b>72.544,0</b>	<b>74.067,1</b>	<b>75.768,0</b>	<b>77.523,9</b>	<b>79.504,5</b>

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

<b>Bilanz (in % der Bilanzsumme) Wüstenrot &amp; Württembergische AG</b>	<b>2024</b>	<b>2025</b>	<b>2026e</b>	<b>2027e</b>	<b>2028e</b>	<b>2029e</b>
<b>AKTIVA</b>						
Liquide Mittel	1,4%	1,5%	1,6%	1,6%	1,6%	1,7%
Zur Veräußerung gehaltene langfristige Vermögenswerte und aufgegebene Geschäftsbereiche	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Finanzielle Vermögenswerte erfolgswirksam zum beizulegenden Zeitwert bewertet	16,0%	16,5%	17,0%	17,4%	17,9%	18,3%
Finanzielle Vermögenswerte erfolgsneutral zum beizulegenden Zeitwert bewertet (OCI)	32,9%	32,2%	32,2%	32,2%	32,3%	32,3%
Finanzielle Vermögenswerte zu fortgeführten Anschaffungskosten bewertet	43,4%	44,1%	43,7%	43,2%	42,7%	42,3%
Versicherungstechnische Vermögenswerte	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Versicherungstechnische Verbindlichkeiten	0,0%	0,0%	0,3%	0,3%	0,3%	0,3%
Nach der Equity Methode bilanzierte finanzielle Vermögenswerte	0,1%	0,1%	0,1%	0,1%	0,1%	0,1%
Als Finanzinvestitionen gehaltene Immobilien	3,4%	3,1%	3,1%	3,1%	3,1%	3,1%
Sonstige Aktiva	2,4%	2,1%	2,1%	2,0%	2,0%	2,0%
<b>Bilanzsumme (Aktiva)</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>PASSIVA</b>						
Finanzielle Verbindlichkeiten erfolgswirksam zum beizulegenden Zeitwert bewertet	0,3%	0,1%	0,1%	0,1%	0,1%	0,1%
Verbindlichkeiten	44,6%	46,0%	45,8%	45,7%	45,5%	45,2%
Negative Marktwerte aus Sicherungsbeziehungen	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Versicherungstechnische Verbindlichkeiten	44,6%	43,4%	43,5%	43,6%	43,7%	43,9%
Andere Rückstellungen	2,4%	2,2%	2,2%	2,1%	2,1%	2,1%
Sonstige Passiva	0,7%	0,6%	0,6%	0,8%	0,8%	0,9%
Nachrangkapital	0,6%	1,0%	1,0%	1,0%	0,9%	0,9%
Eigenkapital	6,8%	6,8%	6,8%	6,8%	6,8%	6,9%
<b>Bilanzsumme (Passiva)</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>

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

## DISCLAIMER

### Allgemeiner Hinweis

Dieses Dokument stellt weder ein Angebot noch eine Aufforderung zum Kauf oder Verkauf von Wertpapieren, sonstigen Finanzinstrumenten oder anderen Anlageinstrumenten dar. Es dient ausschließlich Informationszwecken. Dieses Dokument ist nicht auf die speziellen Anlageziele, Finanzsituation oder Bedürfnisse des Empfängers ausgerichtet und stellt daher keine individuelle Anlageberatung dar. Die Empfänger sollten ihre eigene Anlageentscheidung auf der Grundlage ihrer eigenen speziellen Anlageziele, Finanzsituation oder Bedürfnisse und unter Berücksichtigung der über das Finanzinstrument verfügbaren Informationen, insbesondere Verkaufsprospekte oder ähnliche Informationsquellen sowie gegebenenfalls mit Unterstützung eines unabhängigen Finanzberaters treffen.

Die in diesem Dokument enthaltenen Informationen, Aussagen, Einschätzungen oder Prognosen geben außerdem die persönliche Einschätzung des Autors zum Zeitpunkt der Veröffentlichung des Dokuments wieder. Diese Meinungen können jederzeit und ohne Ankündigung geändert werden, ohne dass Montega verpflichtet wäre, dieses Dokument zu ergänzen, abzuändern oder zu aktualisieren oder den Empfänger in anderer Weise darüber zu informieren. Sofern dieses Dokument Angaben zu Wertentwicklungen in der Vergangenheit enthält, hat der Empfänger zu berücksichtigen, dass vergangene Wertentwicklungen kein verlässlicher Indikator für zukünftige Wertentwicklungen sind.

Die Montega AG ist Hauptgesellschafterin der Montega Markets GmbH. Die Montega Markets GmbH erbringt gegenüber Emittenten Investment-Banking- und Corporate-Finance-Dienstleistungen. In diesem Zusammenhang kann es vorkommen, dass Research-Publikationen der Montega AG im Rahmen solcher Mandate unterstützend herangezogen werden. Hieraus können potenzielle Interessenkonflikte entstehen. Bestehende oder potenzielle Interessenkonflikte werden gemäß den gesetzlichen Vorgaben im Abschnitt „Offenlegung“ dieser Publikation transparent gekennzeichnet.

### Haftungsausschluss

Dieses Dokument und die darin getroffenen Aussagen basieren auf Informationen und Quellen, die wir für zuverlässig halten. Wir übernehmen jedoch keine Gewähr oder Zusicherung für die Richtigkeit oder Vollständigkeit der in diesem Dokument enthaltenen Informationen, Aussagen, Einschätzungen und Prognosen. Eine Haftung von Montega, ihren Anteilseignern, den Analysten oder den sie beauftragenden Institutionen für Schäden oder sonstige Nachteile, gleich welcher Art, die aus der Verbreitung oder Verwendung dieses Dokuments entstehen, ist ausgeschlossen, auch soweit diese auf unvollständigen oder unrichtigen Informationen, Aussagen, Einschätzungen oder Prognosen beruhen.

Insbesondere übernimmt Montega keine Haftung für Aussagen, Annahmen, Planungen oder sonstige Angaben zu den analysierten Unternehmen, deren verbundenen Unternehmen, Geschäftsstrategien, Markt-, Wettbewerbs- oder Konjunkturbedingungen sowie zu regulatorischen oder rechtlichen Rahmenbedingungen.

### Einschränkung der Weitergabe und Vertrieb außerhalb Deutschlands/EU

Eine Weitergabe oder Verteilung dieses Berichts an Dritte ist nur mit Genehmigung durch Montega zulässig. Sämtliche Urheber- und Nutzungsrechte an diesem Dokument verbleiben bei Montega. Alle gültigen Kapitalmarktregelungen, die Erstellung, Inhalt und Vertrieb von Research in den verschiedenen nationalen Rechtsgebieten betreffen, sind anzuwenden und sowohl vom Lieferanten als auch vom Empfänger einzuhalten.

Verbreitung im Vereinigten Königreich: Das Dokument ist nur zur Verteilung an Personen bestimmt, die berechnete Personen oder freigestellte Personen im Sinne des Financial Services Act 1986 oder eines auf seiner Grundlage erfolgten Beschlusses sind, oder an Personen, die in Artikel 11 (3) des Financial Services Act 1986 (Investments Advertisements) (Exemptions) Order 1996 (in der jeweils geltenden Fassung) beschrieben sind, und es ist nicht beabsichtigt, dass sie direkt oder indirekt an einen anderen Kreis von Personen weitergeleitet werden.

Eingeschränkte Rechtsgebiete: Weder das Dokument noch eine Kopie davon darf in die Vereinigten Staaten von Amerika, Kanada, Japan oder in deren Territorien oder Besitzungen gebracht, übertragen oder verteilt werden.

### Zuständige Aufsichtsbehörde

Die Montega AG (Schauenburgerstraße 10, 20095 Hamburg) wird von der Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin) in Bonn hinsichtlich der Einhaltung der Vorschriften der §§ 34b, 34c Wertpapierhandelsgesetz (WpHG) sowie der Finanzanalyseordnung beaufsichtigt.

#### Zuständige Aufsichtsbehörde:

Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht  
Graurheindorfer Str. 108  
53117 Bonn

#### Kontakt Montega:

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

### Erklärung gemäß § 85 WpHG und MAR sowie MiFID II einschließlich deren Delegierter Verordnungen (EU) Nr. 2016/958 und (EU) Nr. 2017/565

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

### Wesentliche Bewertungsgrundlagen und -Methoden der im Dokument enthaltenen Werturteile

Die Bewertungen, die den Anlageurteilen der Montega AG zugrunde liegen, stützen sich auf allgemein anerkannte und weit verbreitete Methoden der fundamentalen Analyse.

Der faire Wert bzw. das Kursziel einer Aktie wird in erster Linie mittels folgender Methoden ermittelt:

**Discounted-Cashflow (DCF)-Modell:** Im DCF-Modell werden Prognosen für den zukünftigen Free Cashflow verwendet und abgezinst, um ihren Barwert zu ermitteln. In der Regel werden die gewichteten durchschnittlichen Kapitalkosten (WACC) als Abzinsungssatz verwendet, um den Zeitwert des Geldes, die Risiken der Cashflows und die Finanzierungsstruktur des Unternehmens zu reflektieren. Der Unternehmenswert wird mithilfe der DCF-Analyse abgeleitet.

Eine Sensitivitätsanalyse wesentlicher zugrunde liegender Bewertungsparameter (WACC, Wachstumsrate, EBIT-Marge) ist in den jeweiligen DCF-Modellen abgebildet und veranschaulicht die Bandbreite möglicher Unternehmenswerte pro Aktie bei Variation der Annahmen.

**PeerGroup-Vergleiche:** Ein relativer Bewertungsansatz, der zur Herleitung des Unternehmenswertes verwendet wird. Die Peergroup besteht in der Regel aus hinreichend vergleichbaren börsennotierten Unternehmen. Vergleiche können auf Umsatz-, Ergebnis- (z.B. EBITDA, EBIT, EPS) oder anderen Messgrößen basieren.

**Historische Multiple-Bewertung (gegebenenfalls):** Eine Bewertungsmethode, bei der der Unternehmenswert anhand historischer Bewertungsmultiplikatoren (z.B. EV/EBITDA, KGV) des Unternehmens in Relation zu aktuellen oder prognostizierten Finanzkennzahlen ermittelt wird.

**Sum-of-the-parts-Modell (gegebenenfalls):** Eine Bewertung, die den Unternehmenswert aus der Summe des Wertes der einzelnen Vermögenswerte ableitet. Der Eigenkapitalwert wird durch Abziehen der Nettoverschuldung bestimmt.

Das Ergebnis dieser fundamentalen Bewertung wird gegebenenfalls angepasst, um der Einschätzung des Analysten bezüglich der zu erwartenden Entwicklung der Anlegerstimmung und deren Auswirkungen auf den Aktienkurs Rechnung zu tragen.

Unabhängig von der verwendeten Bewertungsmethode besteht das Risiko, dass das Kursziel nicht erreicht wird. Wesentliche Einflussfaktoren können insbesondere Abweichungen der tatsächlichen Geschäftsentwicklung von den im Bewertungsmodell unterstellten Erwartungen, Veränderungen der Kapitalmarktbeurteilung (z.B. Bewertungsmultiplikatoren oder Diskontierungssätze), Anpassungen von Risikoaufschlägen, veränderte Finanzierungsbedingungen, regulatorische Eingriffe mit unmittelbaren Auswirkungen auf Geschäftsmodell, Margen oder Kapitalstruktur, Kapitalmaßnahmen sowie eine geringere Marktliquidität der Aktie sein.

Zukunftsgerichtete Aussagen, Prognosen, Schätzungen, Kursziele und Szenarien beruhen auf Annahmen und Erwartungen, die sich als unzutreffend erweisen können. Unerwartete wirtschaftliche, regulatorische oder unternehmensspezifische Entwicklungen können dazu führen, dass tatsächliche Ergebnisse wesentlich von den hier dargestellten Einschätzungen abweichen. Bei Anlagen in ausländischen Märkten und Instrumenten bestehen zusätzliche Risiken, insbesondere aus Wechselkursänderungen sowie politischen und regulatorischen Rahmenbedingungen.

Diese Ausarbeitung reflektiert die Meinung des jeweiligen Verfassers zum Zeitpunkt ihrer Erstellung. Eine Änderung der Bewertung zugrundeliegenden fundamentalen Faktoren kann nachträglich dazu führen, dass die Bewertung nicht mehr zutreffend ist.

Vergangene Wertentwicklungen sind kein verlässlicher Indikator für zukünftige Ergebnisse.

## Bedeutung des Anlageurteils

Der Anlagehorizont für die nachfolgenden Anlageurteile beträgt in der Regel zwölf Monate, sofern textlich nicht explizit ein anderer Zeithorizont genannt wird.

Anlageempfehlung	Erwartete Entwicklung des Preises des Finanzinstruments (innerhalb von 12 Monaten)
Kaufen	Der Preis des analysierten Finanzinstruments steigt.
Halten	Der Preis des analysierten Finanzinstruments bleibt weitestgehend stabil.
Verkaufen	Der Preis des analysierten Finanzinstruments fällt.
Empfehlung ausgesetzt	Die Informationslage lässt eine fundierte Beurteilung des Unternehmens momentan nicht zu.

## Informationsquellen und Aktualisierung

Die dieser Publikation zugrunde liegenden Informationen stammen aus öffentlich zugänglichen Quellen, aus Unternehmensangaben sowie aus Gesprächen mit Unternehmensvertretern, die Montega zum Zeitpunkt der Erstellung für zuverlässig hielt. Eine Garantie für die Richtigkeit, Vollständigkeit oder Aktualität der verwendeten Informationen kann jedoch nicht übernommen werden. Eine unabhängige Überprüfung sämtlicher Daten hat nicht stattgefunden.

Die Aktualisierung der vorliegenden Publikation erfolgt bei Anlässen, die nach Einschätzung von Montega kursrelevant sein können. Ob und in welchem zeitlichen Abstand eine Aktualisierung dieser Ausarbeitung erfolgt, ist vorab nicht festgelegt worden. Montega übernimmt keine Verpflichtung, diese Publikation zu aktualisieren, zu korrigieren oder an veränderte Marktbedingungen anzupassen.

Auf das Einstellen der regelmäßigen Kommentierung von Anlässen im Zusammenhang mit dem Emittenten (Coverage) wird vorab hingewiesen. Sofern nicht anders angegeben, beziehen sich Kursangaben auf den Schlusskurs des letzten Börsentages vor Veröffentlichung dieser Analyse.

## Statistische Verteilung und Historie der Anlageempfehlungen

Eine tabellarische Übersicht der individuellen Anlageempfehlungen der letzten zwölf Monate – einschließlich Veröffentlichungsdatum, verantwortlichem Analysten, jeweiligem Kursziel, maßgeblichem Marktpreis zum Zeitpunkt der Veröffentlichung sowie der entsprechenden Empfehlung – ist für den jeweiligen Emittenten über folgende [Übersichtsseite](#) zugänglich. In der jeweiligen Einzelansicht ist zudem die statistische Verteilung aller Anlageempfehlungen der Coverage der Montega AG einsehbar.

## Offenlegung

Montega hat verschiedene Maßnahmen getroffen, um Interessenskonflikte zu vermeiden. Dazu gehört, dass es sämtlichen Mitarbeitern der Montega AG verboten ist, Aktien aus dem eigenen Coverage-Universum zu handeln, bei denen mit dem Emittenten ein Mandatsverhältnis zur Erstellung von Research besteht. Zudem ist sowohl den Mitarbeitern als auch dem Unternehmen die Annahme von Zuwendungen untersagt, die Personen mit besonderem Interesse am Inhalt der Research-Publikationen gewähren. Die Vergütung der im Rahmen eines Arbeits- oder sonstigen Vertragsverhältnisses für Montega tätigen Personen, die an der Erstellung von Anlageempfehlungen beteiligt sind, ist nicht unmittelbar an Geschäfte in Wertpapierdienstleistungen gemäß Anhang I Abschnitte A und B der Richtlinie 2014/65/EU oder an sonstige Transaktionen gebunden, die von der Montega AG oder einem mit ihr verbundenen Unternehmen durchgeführt werden.

Zur Wahrung einer größtmöglichen Transparenz hat Montega eine Übersicht im Sinne des § 85 WpHG und Art. 20 Verordnung (EU) Nr. 596/2014 i.V.m. Delegierte Verordnung 2016/958 erstellt.

- (1) Die Montega AG hat in den vergangenen 12 Monaten mit dem Emittenten eine Vereinbarung über die Erstellung von Finanzanalysen getroffen, für die die Montega AG eine Vergütung erhält.
- (2) Montega hat in den vergangenen 12 Monaten mit einer dritten Partei eine Vereinbarung über die Erstellung von Finanzanalysen getroffen, für die die Montega AG eine Vergütung erhält.
- (3) Die Montega AG hat in den vergangenen 12 Monaten für dieses Unternehmen und/oder dessen Aktionäre sonstige Beratungsdienstleistungen erbracht.
- (4) Die Montega AG und/oder eine mit ihr vertraglich verbundene juristische Person war/waren innerhalb der letzten 12 Monate gegenüber dem analysierten Unternehmen an eine Vereinbarung über Dienstleistungen im Zusammenhang mit Investment-Banking-Geschäften gebunden oder hat/haben aus einer solchen Vereinbarung Leistungen bezogen.
- (5) Die Montega AG und/oder mit ihr verbundene Unternehmen erwarten in den nächsten drei Monaten Vergütungen des Unternehmens für Investment-Banking-Leistungen oder beabsichtigen, sich um solche Vergütungen zu bemühen.
- (6) Die Montega AG, der für die Erstellung der Analyse zuständige Analyst oder ein sonstiger Mitarbeiter der Montega AG hält zum Zeitpunkt der Veröffentlichung Anteile von über 5% des Aktienkapitals des analysierten Emittenten.
- (7) Die Montega AG, der für die Erstellung der Analyse zuständige Analyst oder ein sonstiger Mitarbeiter der Montega AG ist zum Zeitpunkt der Veröffentlichung im Besitz einer Nettoverkaufs- oder -kaufposition von mehr als 0,5 % des Aktienkapitals des Emittenten.
- (8) Ein mit der Montega AG verbundenes Unternehmen kann am Grundkapital des Emittenten beteiligt sein oder sonstige Finanzinstrumente an diesem Unternehmen halten.
- (9) Die Montega AG oder eine mit ihr verbundene juristische Person hat bedeutende finanzielle Interessen an dem analysierten Unternehmen, wie z.B. die Gewinnung und/oder Ausübung von Mandaten bzw. Erbringung von Dienstleistungen für das analysierte Unternehmen (z.B. Roadshows, Round Tables, Earnings Calls, Präsentation auf Konferenzen, etc.).
- (10) Die Montega AG hat in den letzten 12 Monaten (über einen Dritten) gegenüber einem Organmitglied des analysierten Unternehmens Leistungen in Bezug auf eine Übertragung von Aktien des analysierten Unternehmens erbracht und hierfür eine Vergütung erhalten.
- (11) Die Montega AG hat einem potentiellen Investor den Emittenten als Investmentmöglichkeit vorgestellt und erhält von dem potentiellen Investor eine Vergütung, sofern dieser in den Emittenten investiert.
- (12) Der Emittent hat die Montega AG mit der Erbringung von weiteren Dienstleistungen beauftragt, für welche die Montega AG eine Vergütung vom Emittenten erhält.

Unternehmen	Offenlegung (Stand: 28.05.2026)
Wuestenrot & Wuertembergische AG	1, 5, 8, 9

Diese Finanzanalyse wurde dem Emittenten vor Veröffentlichung zugänglich gemacht und danach geändert. Die Vorabübermittlung erfolgt erst nach Abschluss der inhaltlichen Analyse und dient der Identifikation möglicher faktischer Fehler. Zulässig sind hierbei Hinweise zu objektiv überprüfbareren Angaben, insbesondere zu veröffentlichten Finanzkennzahlen, Datumsangaben, Produktbezeichnungen, Segmentzuordnungen oder gesellschaftsrechtlichen Strukturen. Dem Emittenten werden Anlageempfehlung und Kursziel vor Veröffentlichung nicht offengelegt. Hinweise des Emittenten zu Bewertungsmodellen, Annahmen, Prognosen, Peer-Group-Auswahl, Investment Case oder Risikoeinschätzung werden zur Kenntnis genommen. Die Entscheidung über etwaige Anpassungen liegt aber ausschließlich beim verantwortlichen Analysten. Ein Vetorecht des Emittenten besteht nicht.

## Kurs- und Empfehlungs-Historie

Empfehlung	Datum	Kurs (EUR)	Kursziel (EUR)	Potenzial
Kaufen (Ersteinschätzung)	11.02.2016	17,92	25,00	+40%
...	...	...	...	...
Kaufen	07.02.2019	17,10	21,00	+23%
Kaufen	02.04.2019	17,62	21,50	+22%
Kaufen	23.04.2019	18,78	23,00	+22%
Kaufen	17.05.2019	18,58	23,00	+24%
Kaufen	14.08.2019	17,70	23,00	+30%
Kaufen	15.11.2019	18,82	23,00	+22%
Kaufen	13.05.2020	15,88	21,00	+32%
Kaufen	27.05.2020	15,80	21,00	+33%
Kaufen	01.09.2020	14,58	21,00	+44%
Kaufen	27.11.2020	16,72	21,00	+26%
Kaufen	14.04.2021	18,38	22,00	+20%
Kaufen	07.05.2021	18,30	22,00	+20%
Kaufen	26.05.2021	18,86	23,00	+22%
Kaufen	24.06.2021	19,46	23,00	+18%
Kaufen	22.07.2021	18,30	23,00	+26%
Kaufen	16.08.2021	19,06	23,00	+21 %
Kaufen	12.11.2021	18,10	23,00	+27%
Kaufen	04.02.2022	19,58	23,00	+17%
Kaufen	01.04.2022	18,16	23,00	+27%
Kaufen	17.05.2022	17,62	23,00	+31%
Kaufen	28.07.2022	16,68	23,00	+38%
Kaufen	12.08.2022	16,96	23,00	+36%
Kaufen	14.11.2022	15,28	23,00	+51%
Kaufen	05.04.2023	16,00	23,00	+44%
Kaufen	01.06.2023	15,82	23,00	+45%
Kaufen	04.10.2023	14,34	23,00	+60%
Kaufen	01.11.2023	13,12	23,00	+75%
Kaufen	07.12.2023	13,26	23,00	+73%
Kaufen	15.04.2024	13,20	23,00	+74%
Kaufen	17.05.2024	13,12	23,00	+75%
Kaufen	25.07.2024	13,22	22,00	+66%
Kaufen	04.09.2024	11,96	22,00	+84%
Kaufen	18.11.2024	11,86	21,00	+77%
Kaufen	04.04.2025	13,50	21,00	+56%
Kaufen	28.05.2025	13,90	21,00	+51%
Kaufen	21.08.2025	14,44	21,00	+45%
Kaufen	19.11.2025	13,84	21,00	+52%
Kaufen	01.04.2026	13,62	20,00	+47%
Kaufen	28.05.2026	14,80	20,00	+35%