

Empfehlung: Kaufen

Kursziel: 23,50 Euro

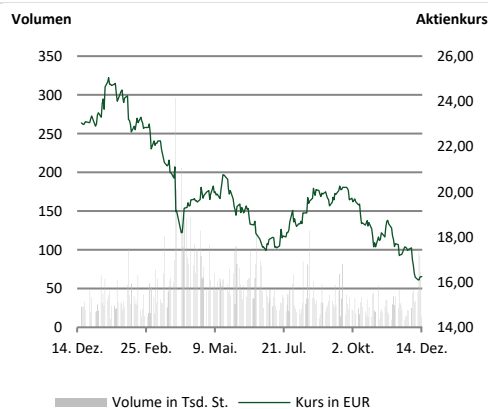
Kurspotenzial: +45 Prozent

Aktien­daten

KURS (Schlusskurs Vortag)	16,24 EURO (XETRA)
Aktienanzahl (in Mio.)	93,8
Marktkap. (in Mio. Euro)	1.522,5
Enterprise Value (in Mio. Euro)	1.522,5
Ticker	WUW
ISIN	DE0008051004

Kursperformance

52 Wochen-Hoch (in Euro)	25,15
52 Wochen-Tief (in Euro)	16,00
3 M relativ zum CDAX	-7,2%
6 M relativ zum CDAX	+2,4%



Aktionärsstruktur

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

Termine

GB 2018	29. März 2019
HV	05. Juni 2019

Prognoseanpassung

	2018e	2019e	2020e
Umsatz (alt)	4.041,6	4.095,0	4.149,2
Δ in %	-	-	-
EBT (alt)	323,8	333,7	347,1
Δ in %	-	-	-
EPS (alt)	2,33	2,57	2,57
Δ in %	-	-	-

Analyst

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

Publikation

Comment 17. Dezember 2018

Erwerb kleiner Bausparkasse zum Jahresende

Wüstenrot hat letzte Woche die Übernahme der Aachener Bausparkasse (ABAG) bekannt gegeben. Der Erwerb muss aufsichtsrechtlich jedoch noch genehmigt werden.

Der **Kaufpreis wurde nicht kommuniziert**, dürfte u.E. für Wüstenrot aber sehr attraktiv gewesen sein. Der **Wert der Akquisition** sollte u.E. nicht allein von der Bausparkasse, sondern vielmehr über im Zuge des Erwerbs eingegangene **Kooperationsvereinbarungen** determiniert worden sein. Das Aktienkapital der ABAG lag bislang bei neun Versicherungskonzernen. Dazu zählten z.B. mit ARAG, Barmenia, Gothaer oder Huk-Coburg sehr interessante Vertriebspartner für die Wüstenrot Bausparkasse.

Der **Bausparmarkt** hatte sich hingegen unter dem Eindruck des niedrigen Zinsumfelds zuletzt weiter schlecht entwickelt. In 2017 war die Summe der neu abgeschlossenen Bausparverträge mit 2,0 Mio. (-10,1%) und einer entsprechenden Bausparsumme von 93,2 Mrd. Euro (-2,5%) erneut deutlich rückläufig. **Kleine Bausparkassen wie die ABAG sind hiervon noch stärker betroffen** als große Wettbewerber. Mit 29.319 Verträgen in 2017 (2016: 33.263) und einer Bausparsumme von 536,5 Mio. Euro (2016: 679,5 Mio. Euro) war ihr Neugeschäft laut Unternehmensregister in 2017 deutlich stärker geschrumpft als der Branchendurchschnitt. Die durchschnittlich verkaufte Bausparsumme ist dabei im Schnitt ca. halb so groß wie bei führenden Wettbewerbern. Zudem verfügt ABAG über einen großen Bestand an Altverträgen mit hoher Durchschnittsverzinsung. Dieser Umstand sollte durch den u.E. attraktiven Kaufpreis zu großen Teilen kompensiert sein. Ergebnisseitig konnte die ABAG auch deshalb nur über hohe Bewertungsergebnisse (2017: 14,7 Mio. Euro) aus der Auflösung stiller Reserven für nahezu ausgeglichene Ergebnisse (EBT 2017: 39 Tsd. Euro) sorgen.

Wüstenrots **Expertise in der Integration von Bausparkassen und der erfolgreichen Auflösung bzw. Umwandlung von hochverzinslichen Altverträgen** dürfte sich hier auszahlen. So hatte der Konzern in der Vergangenheit bereits die Victoria Bauspar oder die Allianz Dresdner Bauspar erfolgreich integriert. Gleichzeitig konnte sich Wüstenrot mit innovativen neuen Bausparprodukten und einem starken Baufinanzierungsgeschäft in dem schwierigen Marktumfeld gut behaupten. Wir rechnen daher neben Synergien in der Verwaltung auch durch den Umgang mit unprofitablen Altverträgen, die Steigerung des Neugeschäfts und die Vertriebskooperationen mit einer mittelfristig deutlichen Verbesserung der Profitabilität der ABAG. Dabei sollte die Akquisition u.E. im ersten HJ 2019 abgeschlossen werden. Auf 2018 dürfte sie sich noch nicht auswirken, im kommenden Jahr sollte es aber zu positiven Einmaleffekten aufgrund des erwartet niedrigen Kaufpreises kommen. Für eine Änderung unserer Prognosen fehlt es uns jedoch noch an Visibilität. Der Jahresabschluss 2018 dürfte hier Klarheit bringen.

Fazit: Die Konsolidierung im Bereich der Bausparkassen setzt sich weiter fort, insbesondere für die kleinen Marktteilnehmer bleibt das Marktumfeld herausfordernd. Großen Akteuren wie Wüstenrot dürfte dies zu Gute kommen. Bereits heute ist der Konzern die zweitgrößte Bausparkasse in Deutschland. Mit dem im Zuge der Akquisition hinzugewonnenen Vertriebsnetzwerk baut das Unternehmen seine Rolle als Kooperationsbausparkasse zudem weiter aus und setzt den Wachstumskurs auch im Segment Bausparbank fort. Wir bestätigen unser Kursziel von 23,50 Euro bei unveränderter Kaufempfehlung. Nach der jüngsten Marktentwicklung erscheint uns die Kaufgelegenheit bei einem aktuellen Upside-Potenzial von rund 45% besonders attraktiv.

Geschäftsjahresende: 31.12.	2016	2017	2018e	2019e	2020e
Verdiente Beiträge (netto)	3.932,8	3.809,3	4.041,6	4.095,0	4.149,2
Veränderung yoy	-1,3%	-3,1%	6,1%	1,3%	1,3%
Finanzergebnis	1.905,6	1.832,3	1.921,1	1.912,3	1.906,7
EBT	291,6	292,4	323,8	333,7	347,1
Konzernüberschuss	235,3	258,0	221,2	243,7	242,9
Jahresüberschuss	232,9	255,6	218,9	241,3	240,6
EBT	5,0%	5,2%	5,4%	5,6%	5,7%
EAT	4,0%	4,6%	3,7%	4,1%	4,0%
Combined Ratio	90,1%	90,7%	91,5%	92,0%	92,0%
ROE	6,2%	6,5%	5,5%	5,8%	5,6%
EPS	2,49	2,73	2,33	2,57	2,57
Dividende	0,60	0,65	0,65	0,76	0,75
Dividendenrendite	3,7%	4,0%	4,0%	4,7%	4,6%
KGV	6,5	5,9	7,0	6,3	6,3
P/B	0,5	0,5	0,4	0,4	0,4

Quelle: Unternehmen, Montega, CapitalIQ

Angaben in Mio. EUR, EPS in EUR Kurs: 16,24

UNTERNEHMENSHINTERGRUND

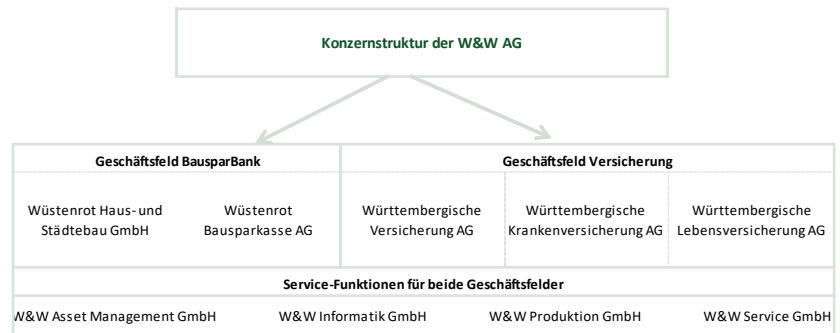
Die Wüstenrot und Württembergische AG (W&W) ist ein in den Bereichen Versicherungen und Bausparen tätiger Finanzdienstleister. Der aus einem Zusammenschluss von Wüstenrot und Württembergische im Jahr 1999 entstandene Konzern hat seinen Hauptsitz in Stuttgart und koordiniert von dort die Aktivitäten der Gruppe. Neben der Kernregion Deutschland ist W&W auch in Tschechien aktiv. Insgesamt sind ca. 6.900 Mitarbeiter im Innendienst und ca. 6.000 Außendienstpartner beschäftigt. In 2017 erzielte das Unternehmen mit seinen rund sechs Mio. Kunden einen Konzernüberschuss von 258,0 Mio. Euro.

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



Geschäftsfelder

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



Quelle: Unternehmen

Wüstenrot Haus- und Städtebau GmbH

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

Wüstenrot Bausparkasse AG

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

Württembergische Versicherung AG

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

Württembergische Krankenversicherung AG

Die Württembergische Krankenversicherung AG (WK) bietet seit Aufnahme der Geschäftstätigkeit im Jahr 1999 Kranken- und Pflegeversicherungen für Angestellte und Selbstständige sowie Krankheitskostenvoll- und zusatzversicherungen, Krankenhaustagegeldversicherungen, Auslandskrankenversicherungen und Optionstarife für gesetzlich Versicherte an.

Württembergische Lebensversicherung AG

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

W&W Asset Management GmbH

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

W&W Informatik GmbH

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

W&W Produktion GmbH

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

W&W Service GmbH

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

Vertriebsnetz und Kunden

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

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

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

Management

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

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

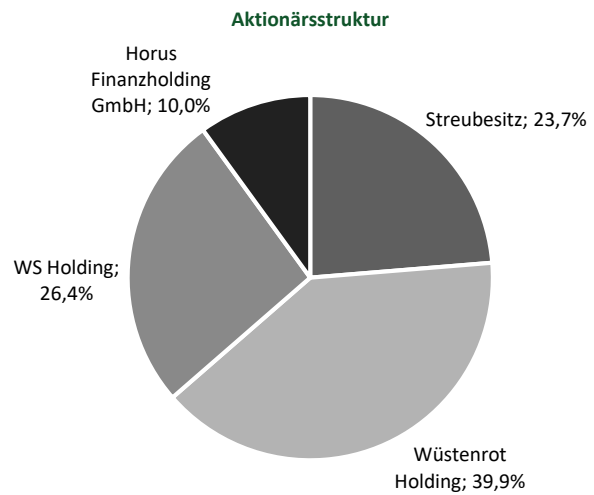
Jens Wieland: Herr Wieland studierte an der Universität Mannheim Wirtschaftsinformatik bevor er sich ab 1990 als IT-Berater mit Schwerpunkt Versicherungen selbstständig machte. Nach fünf Jahren der Selbstständigkeit bekleidete Herr Wieland verschiedene Führungspositionen im Bereich Informatik bei der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

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

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

Aktionärsstruktur

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



Quelle: Unternehmen

ANHANG

Residual Income Modell

Angaben in Mio.Euro	2018e	2019e	2020e	2021e	2022e	2023e	2024e	TV
Eigenkapital	4.029,6	4.202,1	4.375,1	4.552,3	4.718,3	4.893,5	5.093,3	5.295,8
Minderheiten	20,0	20,0	25,0	25,0	25,9	26,9	28,0	29,1
EK nach Minderheiten	4009,61	4182,11	4350,05	4527,27	4692,35	4866,58	5065,34	5266,71
Überschuss n. Minderheiten	218,85	241,30	240,55	246,58	258,08	277,40	303,92	303,92
ROE	5,5%	5,8%	5,5%	5,4%	5,5%	5,7%	6,0%	6,0%
Eigenkapitalkosten	8,4%	8,4%	8,4%	8,4%	8,4%	8,4%	8,4%	8,4%
Residualeinkommen	-115,95	-107,91	-122,68	-131,44	-133,73	-128,96	-119,04	-123,77
Present Value	-112,1	-96,3	-101,1	-99,9	-93,8	-83,5	-71,2	-1092,5
Kumuliert	-112,1	-208,5	-309,5	-409,5	-503,3	-586,8	-658,0	-1750,5

Wertermittlung (Mio. Euro)

Total present value (Tpv)	-1.750,5
Terminal Value	-1.092,5
Anteil vom Tpv-Wert	62%
Buchwert Eigenkapital	4.009,6
Eigenkapitalwert	2.259,1

Annahmen: Umsatzwachstumsraten und Margenerwartungen

Kurzfristiges Ergebniswachstum	2018-2021	4,1%
Mittelfristiges Ergebniswachstum	2018-2023	4,9%
Langfristiges Umsatzwachstum	ab 2025	2,1%
ROE	2018-2021	5,6%
ROE	2018-2023	5,6%
ROE langfristig	ab 2025	6,0%

Aktienzahl (Mio.)	93,75
Wert je Aktie (Euro)	23,40
+Upside / -Downside	44%
Aktienkurs (Euro)	16,24

Sensitivität Wert je Aktie (Euro)

ewiges Wachstum

WACC	1,35%	1,85%	2,10%	2,35%	2,85%
8,85%	22,51	21,69	21,24	20,75	19,66
8,60%	23,54	22,73	22,28	21,79	20,69
8,35%	24,65	23,85	23,40	22,91	21,81
8,10%	25,84	25,06	24,61	24,13	23,04
7,85%	27,12	26,36	25,93	25,47	24,39

Modellparameter

Marktrendite	9,0%
Beta	0,90
Eigenkapitalkosten	8,4%
ewiges Wachstum	2,1%

Sensitivität Wert je Aktie (Euro)

ROE ab 2025e

WACC	5,50%	5,75%	6,00%	6,25%	6,50%
8,85%	21,24	22,35	23,46	24,57	25,68
8,60%	21,11	22,28	23,45	24,62	25,79
8,35%	20,92	22,16	23,40	24,64	25,88
8,10%	20,67	21,99	23,30	24,61	25,93
7,85%	20,36	21,75	23,15	24,54	25,93

Quelle: Montega

G&V (in Mio. Euro) Wüstenrot & Württembergische	2015	2016	2017	2018e	2019e	2020e
Verdiente Beiträge (netto)	3.982,9	3.932,8	3.809,3	4.041,6	4.095,0	4.149,2
Finanzergebnis nach Risikovorsorge	2.131,2	1.905,6	1.832,3	1.921,1	1.912,3	1.906,7
Summe Ergebnis (Umsatz)	6.114,1	5.838,5	5.641,6	5.962,6	6.007,4	6.055,8
Leistungen aus Versicherungsverträgen (netto)	4.284,2	4.080,1	4.030,4	4.148,2	4.181,5	4.215,1
Provisionsergebnis	-391,9	-390,9	-401,8	-378,4	-374,5	-370,6
Personalaufwendungen	608,7	589,2	593,2	620,0	625,0	630,0
Sachaufwendungen	407,3	422,8	441,6	429,7	430,1	430,6
Abschreibungen	92,0	63,3	64,6	64,0	64,0	64,0
Verwaltungsaufwendungen	1.108,0	1.075,3	1.099,4	1.113,7	1.119,1	1.124,5
Bewertungsergebnis	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Sonstiges betriebliches Ergebnis	-6,4	-0,5	182,5	1,5	1,5	1,5
EBT	323,6	291,6	292,4	323,8	333,7	347,1
Ertragssteuern	49,3	56,3	34,4	102,6	90,0	104,1
Konzernüberschuss	274,3	235,3	258,0	221,2	243,7	242,9
Anteile Dritter	3,9	2,4	2,4	2,4	2,4	2,4
Jahresüberschuss	270,4	232,9	255,6	218,9	241,3	240,6

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

G&V (in % vom Umsatz) Wüstenrot & Württembergische	2015	2016	2017	2018e	2019e	2020e
Summe Ergebnis (Umsatz)	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%
Verdiente Beiträge (netto)	65,1%	67,4%	67,5%	67,8%	68,2%	68,5%
Finanzergebnis nach Risikovorsorge	34,9%	32,6%	32,5%	32,2%	31,8%	31,5%
Leistungen aus Versicherungsverträgen (netto)	70,07%	69,88%	71,44%	69,57%	69,61%	69,60%
Provisionsergebnis	-6,41%	-6,70%	-7,12%	-6,35%	-6,23%	-6,12%
Personalaufwendungen	9,96%	10,09%	10,51%	10,40%	10,40%	10,40%
Sachaufwendungen	6,66%	7,24%	7,83%	7,21%	7,16%	7,11%
Abschreibungen	1,50%	1,08%	1,14%	1,07%	1,06%	1,06%
Verwaltungsaufwendungen	18,12%	18,42%	19,49%	18,68%	18,63%	18,57%
Bewertungsergebnis	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
Sonstiges betriebliches Ergebnis	-0,10%	-0,01%	3,23%	0,02%	0,02%	0,02%
EBT	5,29%	4,99%	5,18%	5,43%	5,55%	5,73%
Ertragssteuern	0,81%	0,96%	0,61%	1,72%	1,50%	1,72%
Konzernüberschuss	4,49%	4,03%	4,57%	3,71%	4,06%	4,01%
Anteile Dritter	0,06%	0,04%	0,04%	0,04%	0,04%	0,04%
Jahresüberschuss	4,42%	3,99%	4,53%	3,67%	4,02%	3,97%

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

Bilanz (in Mio. Euro) Wüstenrot & Württembergische	2015	2016	2017	2018e	2019e	2020e
AKTIVA						
Barreserve	299,5	366,5	154,1	350,0	330,0	330,0
Zur Veräußerung gehaltene langfristige Vermögenswerte und aufgegebene Geschäftsbereiche	96,0	15,2	1.605,8	100,0	130,0	130,0
Finanzielle Vermögenswerte erfolgswirksam zum beizulegenden Zeitwert bewertet	3.243,3	2.996,7	2.837,3	3.000,0	3.000,0	3.200,0
Zur Veräußerung verfügbare finanzielle Vermögenswerte	24.259,7	24.564,5	23.908,5	25.200,0	25.400,0	25.400,0
Forderungen	42.698,6	40.860,9	40.112,1	42.310,0	44.110,0	45.710,0
I. Nachrangige Wertpapiere und Forderungen	127,6	122,3	80,2	160,0	160,0	160,0
II. Erstrangige Forderungen an Institutionelle	15.688,7	14.311,6	14.076,3	14.500,0	15.000,0	16.600,0
III. Erstrangige festverzinsliche Wertpapiere	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
IV. Baudarlehen	24.293,4	23.708,6	23.525,4	24.500,0	25.800,0	25.800,0
V. Sonstige Forderungen	2.588,8	2.718,3	2.430,2	3.150,0	3.150,0	3.150,0
Risikovorsorge	-199,8	-169,3	-153,1	180,4	195,5	215,5
Positive Marktwerte aus Sicherungsbeziehungen	58,0	21,4	50,5	40,0	40,0	40,0
Nach der Equity-Methode bilanzierte finanzielle Vermögenswerte	122,1	97,4	95,5	170,0	170,0	170,0
Als Finanzinvestition gehaltene Immobilien	1.722,7	1.742,2	1.683,5	1.800,0	1.900,0	2.100,0
Anteil der Rückversicherer an den versicherungstechnischen Rückstellungen	332,7	313,0	325,7	1.500,0	1.500,0	1.500,0
Sonstige Aktiva	1.453,9	1.467,1	1.398,2	1.430,0	1.430,0	1.430,0
I. Immaterielle Vermögenswerte	89,6	100,7	100,4	110,0	110,0	110,0
II. Sachanlagen	219,9	239,0	289,4	225,0	225,0	225,0
III. Vorräte	76,8	97,4	99,4	75,0	75,0	75,0
IV. Steuererstattungsansprüche	59,1	60,3	59,7	50,0	50,0	50,0
V. Latente Steuererstattungsansprüche	916,7	888,5	779,6	870,0	870,0	870,0
VI. Andere Vermögenswerte	91,8	81,2	69,6	100,0	100,0	100,0
Bilanzsumme (Aktiva)	74.086,6	72.275,6	72.018,2	76.080,4	78.205,5	80.225,5
PASSIVA						
Finanzielle Verbindlichkeiten z. Zeitwert	752,4	1.129,3	533,6	1.260,0	1.272,6	1.285,3
Verbindlichkeiten	31.828,3	29.596,6	29.771,5	31.410,2	31.370,8	32.393,3
I. Verbriefte Verbindlichkeiten	1.056,9	647,7	918,9	700,0	735,0	661,5
II. Verbindlichkeiten gegenüber Kreditinstituten	4.122,6	2.253,0	2.735,1	2.703,3	2.757,4	2.625,0
III. Verbindlichkeiten gegenüber Kunden	25.335,0	25.419,0	23.822,7	26.265,0	26.002,4	25.742,3
IV. Verbindlichkeiten aus Finanzierungsleasing	28,4	28,1	24,0	28,4	28,7	29,0
V. Sonstige Verbindlichkeiten	1.285,4	1.248,9	2.270,8	1.713,5	1.847,4	3.335,5
Negative Marktwerte aus Sicherungsbeziehungen	544,6	0,0	70,3	0,0	0,0	0,0
Versicherungstechnische Rückstellungen	32.860,5	33.319,7	33.815,7	34.505,0	35.195,1	35.899,0
Andere Rückstellungen	2.911,6	3.147,4	2.704,0	3.307,5	3.340,6	3.374,0
Sonstige Passiva	726,7	874,3	707,3	1.168,0	2.424,2	2.498,7
I. Steuerschulden	201,7	233,5	202,8	250,0	250,0	250,0
II. Latente Steuerschulden	687,1	634,5	497,9	650,0	650,0	650,0
III. Übrige Passiva	-162,2	6,4	6,5	268,0	1.524,2	1.598,7
Nachrangkapital	570,2	396,7	451,0	400,0	400,0	400,0
Eigenkapital	3.892,3	3.811,6	3.964,9	4.029,6	4.202,1	4.375,1
I. Anteile W&W Aktionäre am eingezahlten Kapital	1.487,6	1.483,6	1.484,6	1.483,6	1.483,6	1.483,6
II: Anteile W&W Aktionäre am erw. Kapital	2.138,4	2.308,1	2.459,5	2.483,6	2.655,4	2.827,5
III. Nicht beherrschende Anteile am Eigenkapital	17,8	19,8	20,7	20,0	20,0	25,0
Bilanzsumme (Passiva)	74.086,6	72.275,6	72.018,2	76.080,4	78.205,5	80.225,5

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

	2015	2016	2017	2018e	2019e	2020e
Kennzahlen Wüstenrot & Württembergische						
Ertragsmargen						
EBT	5,3%	5,0%	5,2%	5,4%	5,6%	5,7%
EAT	4,5%	4,0%	4,6%	3,7%	4,1%	4,0%
Combined Ratio Erstversicherung	115,8%	90,1%	90,7%	91,5%	92,0%	92,0%
Kapitalverzinsung						
ROE (%)	7,0%	6,2%	6,5%	5,5%	5,8%	5,6%
Bewertung						
KGV	5,6	6,5	6,5	7,0	6,3	6,3
P/B	0,5	0,5	0,4	0,4	0,4	0,4
Dividendenrendite	3,1%	3,7%	4,0%	4,0%	4,7%	4,6%
Quelle: Unternehmen (berichtete Daten), Montega (Prognosen)						

DISCLAIMER

Dieses Dokument stellt weder ein Angebot noch eine Aufforderung zu einem Kauf oder einem Verkauf irgendwelches Wertpapiers dar. Es dient ausschließlich zu Informationszwecken. Dieses Dokument enthält lediglich eine unverbindliche Meinungsäußerung zu den angesprochenen Anlageinstrumenten und den Marktverhältnissen zum Zeitpunkt der Veröffentlichung des Dokuments. Aufgrund des Inhalts, der der allgemeinen Information dient, ersetzt dieses Dokument bei Anlageentscheidungen nicht die persönliche anleger- und objektgerechte Beratung und vermittelt nicht die für eine Anlageentscheidung grundlegenden Informationen, die in anderen Quellen, insbesondere in ordnungsgemäß genehmigten Prospekten, formuliert sind.

Alle in diesem Dokument verwendeten Daten und die getroffenen Aussagen basieren auf Quellen, die wir für zuverlässig halten. Wir übernehmen jedoch keine Gewähr für deren Richtigkeit oder für deren Vollständigkeit. Enthaltene Meinungsäußerungen geben die persönliche Einschätzung des Autors zu einem bestimmten Zeitpunkt wieder. Diese Meinungen können jederzeit und ohne Ankündigung geändert werden. Eine Haftung des Analysten oder der ihn beauftragenden Institutionen sowohl für direkte als auch für indirekte Schäden ist ausgeschlossen. Dieser vertrauliche Bericht wird nur einem begrenzten Empfängerkreis zugänglich gemacht. Eine Weitergabe oder Verteilung an Dritte ist nur mit Genehmigung durch Montega zulässig. Alle gültigen Kapitalmarktregeln, die Erstellung, Inhalt und Vertrieb von Research in den verschiedenen nationalen Rechtsgebieten betreffen, sind anzuwenden und sowohl vom Lieferanten als auch vom Empfänger einzuhalten.

Verbreitung im Vereinigten Königreich: Das Dokument ist nur zur Verteilung an Personen bestimmt, die berechtigte Personen oder freigestellte Personen im Sinne des Financial Services Act 1986 oder eines auf seiner Grundlage erfolgten Beschlusses sind, oder an Personen, die in Artikel 11 (3) des Financial Act 1986 (Investments Advertisements) (Exemptions) Order 1996 (in der jeweils geltenden Fassung) beschrieben sind, und es ist nicht beabsichtigt, dass sie direkt oder indirekt an einen anderen Kreis von Personen weitergeleitet werden. Weder das Dokument noch eine Kopie davon darf in die Vereinigten Staaten von Amerika, Kanada, Japan oder in deren Territorien oder Besitzungen gebracht, übertragen oder verteilt werden.

Erklärung gemäß § 34b WpHG und FinAnV über mögliche Interessenkonflikte (Stand: 17.12.2018):

Bei Veröffentlichung dieser Publikation liegen folgende Interessenkonflikte im Sinne der FinAnV vor: Montega AG hat mit diesem Unternehmen eine Vereinbarung über die Erstellung einer Finanzanalyse getroffen. Diese Finanzanalyse wurde vor ihrer Veröffentlichung dem Emittenten zugänglich gemacht und danach geändert. Ein mit Montega AG verbundenes Unternehmen kann am Grundkapital des Emittenten beteiligt sein.

Alle Preise von Finanzinstrumenten, die in dieser Finanzanalyse angegeben werden, sind Schlusskurse des in der Analyse angegebenen Datums (bzw. des Vortags), soweit nicht ausdrücklich ein anderer Zeitpunkt genannt wird.

Erklärung gemäß § 34b WpHG und FinAnV über zusätzliche Angaben (Stand: 17.12.2018):

Die Aktualisierung der vorliegenden Publikation erfolgt bei Anlässen, die nach Einschätzung von Montega kursrelevant sein können. Auf das Einstellen der regelmäßigen Kommentierung von Anlässen im Zusammenhang mit dem Emittenten (Coverage) wird vorab hingewiesen.

Hinweis gemäß MiFID II (Stand: 17.12.2018):

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

Wesentliche Grundlagen und Maßstäbe der im Dokument enthaltenen Werturteile:

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

Bedeutung des Anlageurteils:

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

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

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

Zuständige Aufsichtsbehörde:

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

Kontakt Montega AG:

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

Kurs- und Empfehlungs-Historie

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