

Wüstenrot & Württembergische (W&W)

Hier gibt es € 1.- Eigenkapital immer noch für die Hälfte

Im Jahr 2014 hat der Stuttgarter Finanzkonzern W&W einmal mehr bewiesen, dass sich auch in einem anhaltend schwierigen Marktumfeld Gewinne erzielen lassen. Wenn nun auch noch Streubesitz und Kapitalmarktaktivitäten zunehmen, dürften vermehrt institutionelle Anleger auf die substanzstarke Aktie aufmerksam werden, die weit unter ihrem Substanzwert per 31.12.2014 von € 34.49 notiert. Dieser Abschlag könnte dann über kurz oder lang zumindest zum Teil aufgeholt werden.

Die Börsen erklimmen zurzeit ein Hoch nach dem anderen. In diesem Umfeld noch günstige Aktien zu finden, ist alles andere als einfach. Ein Kandidat mit Nachholpotenzial könnte die Aktie des Stuttgarter Finanzkonzerns Wüstenrot & Württembergische, kurz W&W werden. Seit vielen Jahren notiert das Papier deutlich unter seinem Substanzwert und ist aus unserer Sicht vor allem auf zwei Belastungsfaktoren zurückzuführen. Da ist erstens der geringe Streubesitz anzuführen, der jahrelang unter 10 % lag. Hier kommt nun Bewegung hinein. Jüngst meldete die Landeskreditbank, die dem Bundesland Baden-Württemberg gehört, den Abbau ihrer Beteiligung auf 2.48 (4.99) %. Im ersten Schritt stieg der Streubesitz damit auf 12.71 %. Auch der Unicredit (Anteil 7.56 %) wird Abgabebereitschaft nachgesagt, wenn der Preis stimmt. Damit besteht in den kommenden Jahren durchaus die Möglichkeit, dass der Streubesitz in Richtung 20 % klettert, so dass die günstig bewertete Aktie für institutionelle Anleger interessanter würde. Dafür ist zweitens eine Verstärkung der Kapitalmarktaktivitäten

eine zwingende Voraussetzung. Genau diesen Weg schlägt W&W ein: Am 26.03.2015 präsentierte sich der Konzern in der Konferenz der Süddeutschen Aktienbank. Weitere Veranstaltungen dieser Art sollen folgen. Die Kombination aus günstiger Bewertung, Erhöhung des Streubesitzes und Ausweitung der Kapitalmarktaktivitäten bewogen uns, W&W einen Titel zu widmen. Der Anlagehorizont sollte mindestens 24 Monate betragen.

Wahl zwischen Bar- und Sachdividende

Zur Sicherung der Profitabilität und Stabilität hat der Vorstand vor zwei Jahren das Programm „W&W 2015“ gestartet. Dafür investiert der Konzern in den nächsten drei Jahren € 500 Mio. in die IT, in die Verbesserung der Prozess- und Service-Effizienz sowie der Kostenstruktur, die Stärkung der Risikotragfähigkeit und Personalanpassungen. Als Ziel wurde formuliert, bis Ende 2015 durch den Abbau von 800 Arbeitsplätzen auf 7100 Vollzeitstellen zu kommen. Durch natürliche Fluktuation ist dieses Ziel schon zu 75 % erreicht. Das Stärkungsprogramm hat laut CEO Dr. Alexander Erdland (s. auch Interview S. 10) wesentlich zum Erfolg des Geschäftsjahres 2014 beigetragen. Der Jahresüberschuss lag mit € 242 (154.9) Mio. deutlich über der Prognose von € 200 bis 230 Mio. Für das starke Plus zeichnete auch die Wertentwicklung von Derivaten bei der Bausparbank verantwortlich. Erstmals konnten Aktionäre im Jahr 2014 wählen, ob sie die Dividende von € 0.50 je Aktie komplett in bar oder mit € 0.35 in Form neuer W&W-Aktien erhalten wollen – die übrigen € 0.15 waren für die Steuerzahlung reser-

viert. Für jeweils 45 Papiere konnte gegen Einbringung der Dividendenansprüche eine neue Aktie bezogen werden. Rechnerisch ergab sich daraus ein Bezugspreis von € 15.75, den Vorstand und Aufsichtsrat als sehr attraktiv betrachteten. Schließlich betrug der Buchwert je Aktie per 31.12.2013 € 31.98. Zum Jahresultimo 2014 stieg er weiter auf € 39.47.

Versicherung:

WürtlLeben geht von der Börse

Die Tochter Württembergische Lebensversicherung AG, kurz WürtlLeben, wird von der Börse genommen. Der HGB-Jahresüberschuss wird nach vorläufigen Zahlen mit € 15 Mio. unter den erwarteten € 30 bis 40 Mio. liegen. Im Konzern soll WürtlLeben 2014 ein Nettoergebnis von € 41 (39) Mio. erzielen. Die Mutter W&W machte den Minderheitsaktionären ein freiwilliges öffentliches Übernahmeangebot. Die Anteilseigner sollen € 17.75 je Aktie erhalten. Die erfolgreiche Offerte war aus steuerlichen Gründen auf eine Höhe von 94.9 % begrenzt. Gleichzeitig wird das angekündigte Delisting zum 07.07.2015 wirksam. W&W hält nach Ablauf des Angebots knapp 95 % der Aktien. Der Streubesitz liegt bei etwa 4 %. Zur Begründung für das Übernahmeangebot hieß es seinerzeit, W&W wolle den Minderheitsaktionären mit Blick auf die angekündigte Ausschüttungssperre und das Delisting die Möglichkeit geben, ihre Aktien zu einem fairen Preis zu verkaufen. W&W hatte vor dem Hintergrund des Lebensversicherungsreformgesetzes mitgeteilt, trotz erwarteter Gewinne keine Dividende mehr zahlen zu wollen. Garantiezusagen an die

Wüstenrot & Württembergische AG, Stuttgart

Telefon: 0711/662-724034

Internet: www.ww-ag.com

ISIN DE0008051004, 93.75 Mio. Stückaktien, Gesamt-AK € 490.31 Mio.

KGV 2015e 7, KBV 0.44 (12/14)

Börsenwert: € 1.62 Mrd.

Aktionäre: Wüstenrot Holding 66.31 %, Horus Finanzholding 13.42 %, Unicredit 7.56 %, Streubesitz 12.71 %

Kennzahlen	2014	2013
Finanzergebnis	2.24 Mrd.	2.15 Mrd.
Jahresergebnis	242 Mio.	154.9 Mio.
Ergebnis je Aktie	2.52	1.56
Substanzwert je Aktie	34.49	31.98
EK-Quote	4.7 %	4.4 %

Kurs am 19.03.2015:

€ 17.25 (Xetra), 19.50 H / 16.60 T



Die Landeskreditbank zählt nach dem Abbau ihres Anteils auf 2.48 (4.99) % nunmehr zum Streubesitz.

FAZIT: Unter fundamentalen Gesichtspunkten ist die Aktie der Wüstenrot & Württembergische AG alles andere als teuer. Sie notiert beständig etwa zum halben bilanziellen Eigenkapital von € 3.7 Mrd. bzw. € 39.47 je Aktie. W&W selbst gibt im Geschäftsbericht den Substanzwert mit € 34.49 je Aktie an. Um diese Lücke zu schließen bedarf es aus unserer Sicht zweierlei. Erstens sollte der Streubesitz ausgeweitet werden und zweitens muss die Kommunikation mit dem Finanzmarkt intensiviert werden. Da beides zurzeit geschieht, sehen wir durchaus Chancen, dass Anleger den aktuellen Bewertungsabschlag als zu hoch einstufen. Bis sich diese Erkenntnis durchsetzt, kann es eine Weile dauern. Den Investitionshorizont sollten Anleger daher mit mindestens 24 Monaten ansetzen. CS

Kunden und die deklarierte Überschussbeteiligung waren bzw. sind von der Ausschüttungssperre nicht betroffen.

Bausparen: Deutlich weniger Neugeschäft

Alles andere als rund läuft es derzeit im Bauspargeschäft. Ähnlich wie Marktführer Schwäbisch Hall hat auch die W&W-Tochter, die Bausparkasse Wüstenrot, im Jahr 2014 einen deutlichen Rückgang beim Neugeschäft hinnehmen müssen. Das Bruttoneugeschäft sank um 10 % auf € 13.7 Mrd. Netto erreichte das Volumen des eingelösten Geschäfts € 11.5 (12.8) Mrd. Die Rückgänge des Branchenzweiten fielen damit etwas geringer aus als bei Schwäbisch Hall. Das Institut hat damit nach eigenen Angaben in einem schrumpfenden Markt seine Marktposition gefestigt. Der Marktanteil dürfte bei 13% liegen. Die wichtigsten Impulse kamen aus dem Wohn-Riester-Geschäft, in dem es zweistellige Zuwächse gab. Wüstenrot profitierte dabei von gesetzlichen Veränderungen. Riester-Bausparverträge können seit 2014 nicht nur für den Kauf und Neubau einer Wohnimmobilie, sondern auch für eine Umschuldung oder den altersgerechten Umbau eingesetzt werden. Abgesehen von den Niedrigzinsen leidet Wüstenrot unter einem hohen Anteil hochverzinsster Altverträge, die die Bausparkasse mit € 100 Mio. p. a. belasten. Nun hat Wüstenrot 30000 Altverträge gekündigt, die seit mehr als zehn Jahren zuteilungsreif sind.

Immobilien: Boom nutzt dem Makler wenig

Deutlich besser lief es 2014 im Immobiliengeschäft. Angesichts der Zinsentwicklung verwundert das nicht. Im Geschäftsjahr 2014 konnte sich die bundesweit tätige Wüstenrot Immobilien GmbH (WI) Provisionserlöse von € 12.6 (13.1) Mio. einfahren. Geplant

Der Wüstenrot-Turm beherrscht das Stadtbild von Ludwigsburg.



waren € 12.2 Mio. Der Rückgang lässt sich mit einer deutlich geringen Umschlagsgeschwindigkeit begründen. Kurzum: Wer heute keine Immobilie verkaufen muss, der tut das auch nicht. Das Maklergeschäft wird dadurch belastet, obwohl die Immobilienmärkte weiter boomen. Auf Grund der großen Nachfrage und der Angebotsknappheit in den starken Marktgebieten sind die Stückzahlen im Maklergeschäft branchenweit seit dem Jahr 2012 rückläufig. Auch bei WI sank die Stückzahl um 7.8 % auf 1500 Einheiten. Jedoch sank die Nettocourtage nur um knapp 2 % auf € 10.24 (10.45) Mio. Im Verwertungsgeschäft hat sich der seit 2008 intakte Trend der Umsatzrückgänge auch im Jahr 2014 fortgesetzt. Hintergrund sind die rückläufigen Zwangsversteigerungsfälle in Deutschland. Im Cross-Selling hingegen konnte der Vorjahreswert auf € 170000 (130000) gesteigert werden. Der gesamte Vermittlungsumsatz aus den drei Sparten Makler- und Verwertungsgeschäft sowie Cross-Selling betrug wie im Vorjahr rund € 290 Mio. WI rechnet damit, dass sich die Marktverhältnisse im Jahr 2015 nicht wesentlich verändern werden. In den florieren-

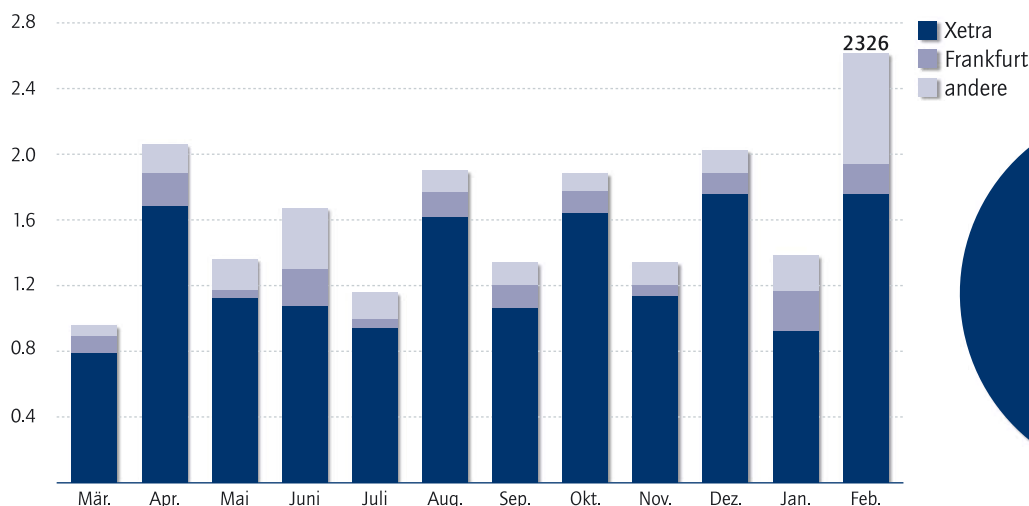
den Märkten wird es Nachfrageüberhänge und weiter steigende Preise geben, in den strukturschwachen Regionen hingegen werden Nachfrage, Verkaufsgeschwindigkeit und Preise gedämpft. Weiterhin ist mit einer guten Wirtschaftslage und einem steigenden Einkommen zu rechnen. Die Mietpreisbremse wird sich kurzfristig noch nicht negativ auf das Kundenverhalten auswirken. Durch das Bestellerprinzip (Wer den Makler bestellt, bezahlt ihn auch) kann es jedoch zu Umsatzrückgängen kommen. Die Maklerorganisation wird 2015 ausgebaut, so dass die Gesellschaft mit einem Umsatzwachstum rechnet.

2014: Rekord eingefahren

Das Jahr 2014 schloss W&W mit neuen Rekorden ab. So stieg das Ergebnis nach Risikoversorge auf € 2.24 (2.15) Mrd. Die Kapitalanlagen lagen bei € 49.7 (44.7) Mrd. Das Neugeschäft in der Baufinanzierung ging auf € 3.92 (4.64) Mrd. zurück. Auch die Baudarlehen zeigten mit € 25.1 (26.3) Mrd. ein weiter rückläufiges Niveau – eine direkte Folge der Niedrigzinspolitik der Europäischen Zentralbank.

Carsten Stern

Die Aktienumsätze zogen insbesondere im Februar 2015 merklich an



Angaben in Mio. € Quelle: Deutsche Börse

