



20. Mai 2009

Institutional Equity Research

Company

Flash

Hypoport



Rating

Halten (unverändert)

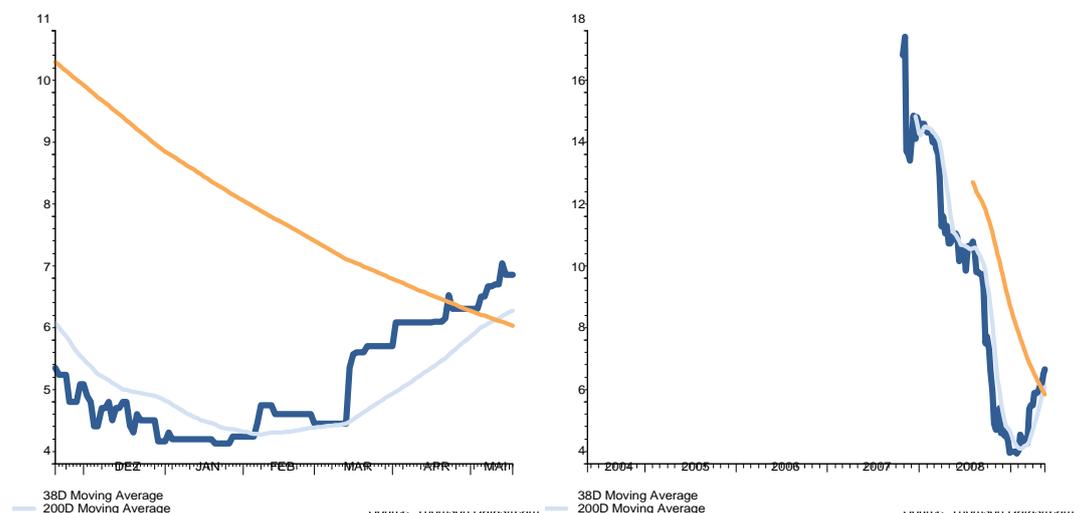
Wachstum gegen den Markttrend

Trotz Finanzkrise höhere Umsätze in Q1 ▶

Ausbau des Geschäftsmodells belastet Margen ▶

Langfristige Perspektiven weiterhin aussichtsreich ▶

Kursziel von 6,10 auf 7,20 EUR erhöht – Rating bestätigt ▶



Bitte beachten Sie den Disclaimer und wichtige Offenlegungstatbestände im Anhang-1



Halten

Kursziel: 7,20 €

Kurs: 7,68 €

20.05.09

11:50 h

Letztes Rating/ Kursz.:
Halten / 6,10 €

Letzte Analyse:
15.05.2009

S&P-Rating: n.a.

Finanzdienstleister

Anzahl Aktien:
6,1 Mio.

Marktkapitalisierung:
46,8 Mio. €

Index: PRIME ALL
SHARE

Indexgewicht: n.a.

Beta: 1,10.

Rechnungslegung:
-IFRS

Kalender:HV
am 05.06.2009

Dividende 2009e: 0,0

Div. Rendite 2009e:
0,0 %

ISIN: DE0005493365

Bloomberg: HYQ GY

Reuters: HYQGn.DE

Olaf Kayser

Diplom-Kaufmann, CEFA
Investmentanalyst
Tel. +49 711 127-42762
Olaf.Kayser@LBBW.de

Equity Research

Landesbank Baden-
Württemberg
Am Hauptbahnhof 2
70173 Stuttgart

www.LBBW.de

Hypoport

20.05.2009

Anlass: Q1-Finanzzahlenkommentierung

Geringere Margen

Trotz anhaltender Finanzkrise konnte Hypoport in Q1/09 den Umsatz um 4% auf 12,7 Mio. EUR steigern. Allerdings brach das EBIT um 32% auf 1,2 Mio. EUR ein. Das Wachstum wurde einerseits auf Kosten der Margen erzielt. Andererseits verwässerte der Ausbau der Transaktionsplattform EUROPACE die EBIT-Marge, die von 13,9 auf 9,5% sank. Für 2009 rechnet Hypoport weiterhin mit einem zweistelligen Umsatzanstieg bei unverändertem Ergebnis. Die Wachstumstreiber des Geschäftsmodells sind weiterhin intakt und sollten nach Beendigung der Finanzkrise deutlicher zur Geltung kommen. Spätestens nach Abschluss der Investitionsphase in 2011 dürften sich auch die Margen wieder erholen. Vorerst erwarten wir nur eine unterproportionale Ergebnisentwicklung und bestätigen unsere Halten-Empfehlung.

Aktienkenn- zahlen	Gewinn je Aktie		EV/Umsatz	EV/EBITDA	KGV
	neu €	bisher €			
2008	-0,05	-0,05	0,7	4,9	n.m.
2009e	0,51	0,52	1,0	6,6	13,8
2010e	0,60	0,67	0,8	5,9	11,8
2011e	0,92	neu	0,7	4,6	7,7

Unternehmens- zahlen	Umsatz Mio. €	EBITDA Mio. €	EBIT Mio. €	EBIT-Marge	Netto- ergebnis Mio. €
2008	52,7	8,1	5,0	9,4 %	-0,3
2009e	59,3	8,6	5,0	8,5 %	3,1
2010e	67,6	9,8	5,8	8,6 %	3,7
2011e	77,5	12,5	8,4	10,9 %	5,6

- In Q1/09 belastete vor allem eine rückläufige Nachfrage nach Immobilienfinanzierungen. Während diese im bedeutendsten Segment Privatkunden (+2% auf 7,7 Mio. EUR) durch steigende Umsätze mit Geldanlage- und Versicherungsprodukten kompensiert werden konnte, verzeichnete die Transaktionsplattform Europace einen Umsatzrückgang von 7% auf 1,9 Mio. EUR.
- Positiv entwickelten sich die Umsätze der kleineren Segmente Immobilienfirmenkunden (+12% auf 2,1 Mio. EUR) und institutionelle Kunden (+38% auf 0,8 Mio. EUR). Damit profitierte Hypoport von seinem diversifizierten Geschäftsmodell.
- Hypoport möchte weiterhin Marktanteile gewinnen und wird hierfür den Filial- und Maklervertrieb überproportional ausbauen. Mit der Erschließung neuer Marktsegmente auf der EUROPACE Plattform wird ebenfalls in zukünftiges Wachstum investiert.
- Wir senken unsere EPS 2009e: 0,51 EUR (0,52 EUR) und 2010e: 0,60 EUR (0,67 EUR). Für 2011 schätzen wir erstmals 0,92 EUR. Trotz der gesenkten EPS-Schätzung erhöht sich der faire Wert in unserem Modell von 6,10 auf 7,20 EUR, weil sich die Risikoprämie von 6,7% auf 6,1% verringert hat.



Internetbasierter Allfinanzdienstleister

Wachstumsstrategie belastet Ergebnisse

Diversifiziertes Geschäftsmodell

Der Hypoport-Konzern ist ein internetbasierter Allfinanzdienstleister. Das Geschäftsmodell besteht aus den zwei voneinander profitierenden Säulen, Allfinanzvertrieb und B2B Finanzmarktplätze. Die 100%-ige Tochter Dr. Klein bildet den ersten Unternehmensteil Allfinanzvertrieb. Dieser bietet Privatkunden im Internet und auf Wunsch mit telefonischer und persönlicher Beratung eine breite Palette an Bank- und Finanzprodukten, vom Girokonto über Versicherungsleistungen bis hin zur Immobilienfinanzierung über das Internet an. Außerdem hat sich Dr. Klein auf die Finanzierung kommunaler und genossenschaftlicher Wohnungsunternehmen spezialisiert.

Der zweite Unternehmensteil - B2B-Finanzmarktplätze - besteht aus der Transaktionsplattform EUROPACE mit den beiden Geschäftsbereichen Finanzdienstleister und institutionelle Kunden. Mit EUROPACE betreibt Hypoport die größte deutsche Online-Transaktionsplattform zum Abschluss von Finanzierungsprodukten. Ein voll integriertes System vernetzt eine Vielzahl von Banken mit mehreren tausend Finanzberatern und ermöglicht somit den schnellen, direkten und effizienten Vertragsabschluss.

Die beiden Säulen ergänzen sich ideal: Dr. Klein gewinnt eine effiziente Abwicklungsplattform und profitiert von der Einkaufsmacht der an EUROPACE angeschlossenen Finanzvertriebe. Gleichzeitig gewinnt das EUROPACE-Geschäft von Dr. Klein die Kundenexpertise und nutzt das von Dr. Klein erzeugte Nachfragevolumen zur Etablierung der Transaktionsplattform im Markt. Die Skalierbarkeit der Plattform ermöglicht hohe Margen.

Gewinn von Marktanteilen

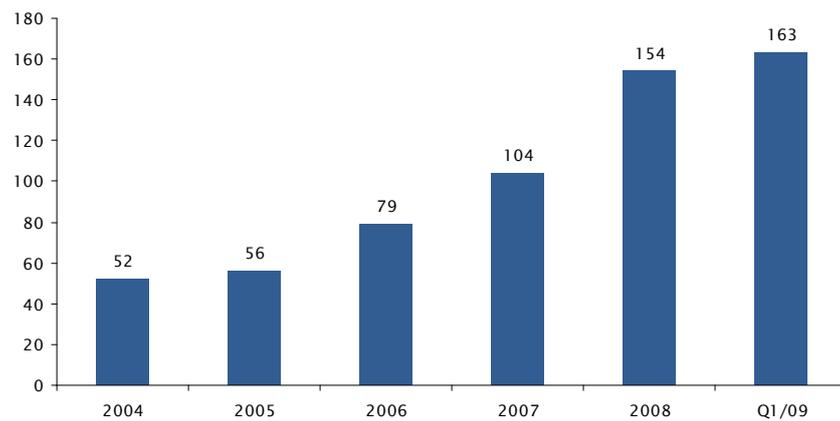
Das breit diversifizierte Geschäftsmodell von Hypoport profitiert von wesentlichen Wachstumstrends in der Finanzbranche, die wir trotz der Krise unverändert intakt sehen. Einerseits steigt die Akzeptanz des Internets als effizientes Informations-, Kommunikations- und Transaktionsmedium. Andererseits sorgt der zunehmende Bedarf an privater Altersvorsorge für eine wachsende Beratungsnachfrage bei unabhängigen Finanzdienstleistern.

Wachstumstrends intakt

Geschäftsmodell wird ausgebaut

Durch den Ausbau des Filial- und Maklervertriebs sowie der B2B Finanzmarktplätze, versucht Hypoport überproportional von den langfristigen Wachstumstrends im Finanzsektor zu partizipieren. Das Filialnetz wird relativ schnell und kostengünstig über ein Franchisesystem ausgebaut. Mittlerweile verfügt Hypoport bundesweit über 163 Filialen und 260 Berater im Filialbetrieb. Ein wesentlicher Vorteil ist, dass die Filialleiter nicht selbst auf die Akquisition von Neukunden angewiesen sind, sondern sie bekommen die Kunden gegen eine Gebühr zugeteilt, die über das Internetportal von Dr. Klein persönlichen Beratungsbedarf angemeldet haben.

Filialen von Franchisenehmern



Investitionen belasten Ergebnisse

Ein weiteres Unternehmensziel ist die Ausweitung der EUROPACE-Plattform, die bis 2011 Investitionen für die Erschließung neuer Produkte und die geografische Expansion von mehr als 10 Mio. EUR verschlingen dürfte. Beispielsweise wurde im vergangenen Jahr mit der Gründung der GENOPACE GmbH die effiziente EUROPACE-Technologie dem genossenschaftlichen Finanzverbund zur Verfügung gestellt. Bis 2011 soll der Sparkassensektor einbezogen sein. Darüber hinaus wird die Expansion in den Niederlanden forciert.

Die Investitionen für die Erschließung neuer Marktsegmente sowie neuer Finanzdienstleistungsprodukte belasten zwar kurzfristig die Ergebnisse, führen nach erfolgreicher Implementierung jedoch zu einem Wachstumsschub auf der Plattform. In Q1/09 wurden insgesamt 1,8 Mio. EUR in den Ausbau der Marktplätze investiert, wovon 1,3 Mio. EUR aktiviert wurden.

Entwicklung im laufenden Geschäftsjahr

Schwieriges Q1 gemeistert

Der Hypoport-Konzern konnte in Q1/09 seinen Umsatz um knapp 4% auf 12,7 Mio. EUR steigern, obwohl die Entwicklung im wichtigsten Segment Privatkunden stagnierte und der ansonsten wachstumsstarke Bereich Finanzdienstleister einen Umsatzrückgang verbuchte. Wesentliche Ursache war eine rückläufige Nachfrage nach Immobilienfinanzierungen. Während diese im Segment Privatkunden durch steigende Umsätze mit Geldanlage- und Versicherungsprodukten kompensiert werden konnte, sank das vermittelte Transaktionsvolumen auf der Europace-Plattform (90% sind Immobilienfinanzierungen) um gut 9% auf 3,1 Mrd. EUR. Entsprechend erzielte das Segment Finanzdienstleister ein negatives EBIT von -0,6 Mio. EUR und war damit für den deutlichen EBIT-Rückgang im Konzern von 32% auf 1,2 Mio. EUR verantwortlich. Zum Verlust beigetragen haben allerdings auch die Investitionen in die EUROPACE-Plattform von 1,8 Mio. EUR, wovon lediglich 1,3 Mio. EUR aktiviert werden konnten.

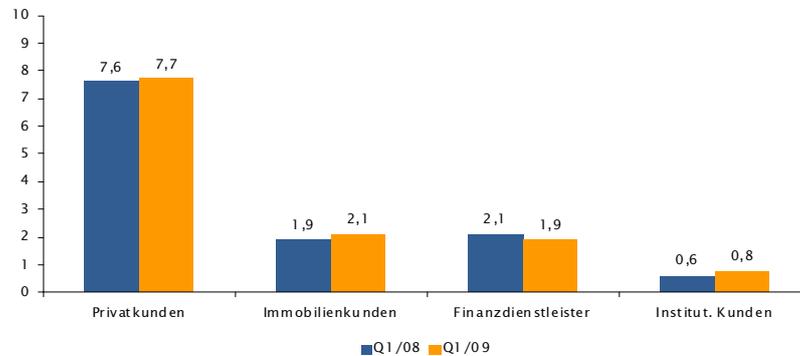
Positiv entwickelten sich die Umsätze der kleineren Segmente Immobilienfirmenkunden (+12% auf 2,1 Mio. EUR) und institutionelle Kunden (+38% auf 0,8 Mio. EUR). Herausragend war dabei das EBIT von 1,3 Mio. EUR (EBIT-Marge: 62%) im Segment Immobilienfirmenkunden. Das Rekordergebnis dürfte allerdings nicht nachhaltig sein, weil das Segment in Q1 besonders von der Finanzkrise begünstigt wurde. Dr. Klein profitierte dabei von einer extrem hohen Nachfrage von

EUROPACE enttäuscht in Q1

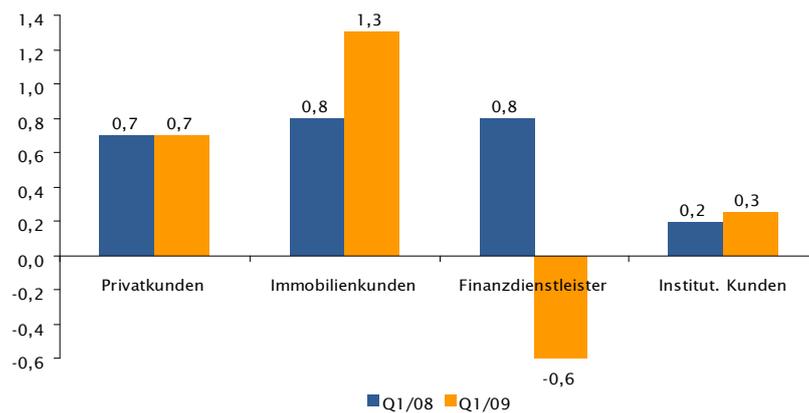
Firmenkunden profitiert von Krise

Immobilieninvestoren und Firmenkunden wegen der restriktiven Kreditvergabe vieler Hausbanken. Insgesamt hat sich das gut diversifizierte Geschäftsmodell von Hypoport auch in einem schwierigen Marktumfeld wie in Q1 bewährt.

Umsatz nach Segmenten (Mio. €)



EBIT nach Segmenten (Mio. €)



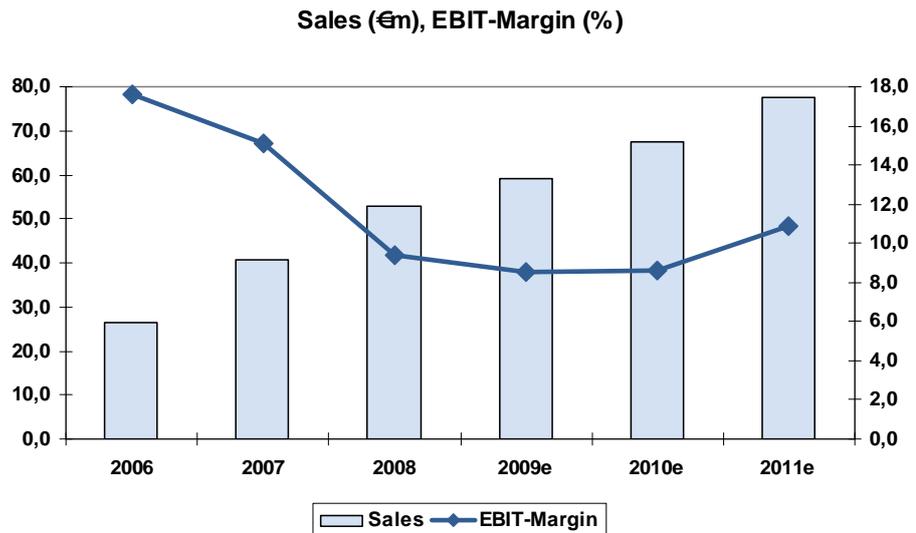
Quelle: LBBW Research; Hypoport

Ausblick

Nach dem schwierigen Q1 erwarten wir für die nächsten Quartale wieder anziehende Umsätze bei Hypoport und rechnen mit einem zweistelligen Wachstum von rund 13% auf 59,3 Mio. EUR. Impulse erwarten wir dabei neben dem Segment Privatkunden insbesondere aus dem Bereich Finanzdienstleister. Der Umsatzrückgang in Q1 resultierte vor allem aus teilweise nicht wettbewerbsfähigen Konditionen der EUROPACE Produktgeber in den ersten beiden Monaten. Mittlerweile konnten neue Produktgeber für die Plattform gewonnen werden, so dass sich die Situation wieder bereinigt hat. Im März lagen die Umsätze bei einem positiven EBIT bereits über dem Vorjahresniveau.

Das Konzern-EBIT erwarten wir im laufenden Jahr mit 5,0 Mio. EUR nur wenig verändert gegenüber dem Vorjahr, was der Guidance von Hypoport entspricht. Die anhaltende Unternehmensexpansion wird folglich zu einer weiteren Verwässerung der Margen führen. Erst mit Beendigung der Investitionen in die EUROPACE-Plattform ab 2011 rechnen wir wieder mit zweistelligen EBIT-Margen.

Höhere Margen erst 2011 erwartet



Quelle: LBBW Research

Bewertung

Discounted Cashflow-Bewertung

Unser zentraler Bewertungsansatz ist eine Betrachtung der abdiskontierten Free Cashflows. Für die Berechnung der Free-Cashflows haben wir eine dreijährige Detailplanung zugrunde gelegt. In einer zweiten Phase (2012–2018) modellieren wir eine normalisierte Geschäftsentwicklung, wobei sich die hohen Wachstumsraten während der Anfangsphase eines jungen Unternehmens im Zeitablauf abschwächen dürften. Für die Berechnung des Terminal Value (Phase III) haben wir ein durchschnittliches Umsatzwachstum von 1,5% und eine EBIT-Marge von 9,5% unterstellt.

DCF-Modell - Annahmen

Risikoloser Zins	3,4%
Marktrisikoprämie Aktien	6,1%
Beta-Faktor	1,10
<i>Eigenkapitalkosten</i>	<i>10,1%</i>
Fremdkapitalkosten (nach Steuern)	7,3%
Ziel-Eigenkapitalquote	85%
WACC	9,7%
Terminal growth rate	1,5%

Quelle: LBBW

Darüber hinaus haben wir folgende weitere zentrale, bewertungsrelevante Annahmen getroffen:

- Das Beta schätzen wir auf 1,10.
- Wir gehen von einer Ziel-Eigenkapitalquote von 85% aus und unterstellen einen risikolosen Zinssatz von 3,4% und eine Marktrisikoprämie von 6,1%. Daraus ergibt sich ein WACC in Höhe von 9,7%.

Free Cashflow (Tsd. €)	2009e	2010e	2011e	2012e	2013e	2014e	2015e	2016e	2017e	2018e
Umsatz	64.370	73.030	83.040	89.766	96.499	103.254	109.449	114.921	120.667	126.701
<i>Wachstum (yoy)</i>	<i>14,0%</i>	<i>13,5%</i>	<i>13,7%</i>	<i>8,1%</i>	<i>7,5%</i>	<i>7,0%</i>	<i>6,0%</i>	<i>5,0%</i>	<i>5,0%</i>	<i>5,0%</i>
EBIT	5.020	5.830	8.410	10.323	11.966	13.733	14.228	14.365	14.480	14.571
<i>EBIT-Marge</i>	<i>7,8%</i>	<i>8,0%</i>	<i>10,1%</i>	<i>11,5%</i>	<i>12,4%</i>	<i>13,3%</i>	<i>13,0%</i>	<i>12,5%</i>	<i>12,0%</i>	<i>11,5%</i>
- EE-Steuern auf das EBIT	1.025	1.250	1.890	2.581	2.991	3.433	3.557	3.591	3.620	3.643
<i>Steuerquote</i>	<i>20,4%</i>	<i>21,4%</i>	<i>22,5%</i>	<i>25,0%</i>						
+ Abschreibungen	3.600	3.920	4.100	4.399	4.632	4.853	5.144	5.401	5.551	5.828
<i>vom Umsatz</i>	<i>5,6%</i>	<i>5,4%</i>	<i>4,9%</i>	<i>4,9%</i>	<i>4,8%</i>	<i>4,7%</i>	<i>4,7%</i>	<i>4,7%</i>	<i>4,6%</i>	<i>4,6%</i>
Rückstellungen	308	355	413	359	386	413	438	460	483	507
<i>vom Umsatz</i>	<i>0,5%</i>	<i>0,5%</i>	<i>0,5%</i>	<i>0,4%</i>						
+ Delta Rückstellungen	245	47	58	-54	27	27	25	22	23	24
= Operating Cashflow	7.840	8.547	10.678	12.087	13.633	15.179	15.840	16.197	16.434	16.780
- Investitionen	7.000	7.550	6.870	7.451	7.816	8.260	8.537	8.504	8.447	8.362
<i>vom Umsatz</i>	<i>10,9%</i>	<i>10,3%</i>	<i>8,3%</i>	<i>8,3%</i>	<i>8,1%</i>	<i>8,0%</i>	<i>7,8%</i>	<i>7,4%</i>	<i>7,0%</i>	<i>6,6%</i>
Net Working Capital	11.124	11.536	12.066	13.196	14.089	15.075	15.870	16.664	17.497	18.372
<i>vom Umsatz</i>	<i>17,3%</i>	<i>15,8%</i>	<i>14,5%</i>	<i>14,7%</i>	<i>14,6%</i>	<i>14,6%</i>	<i>14,5%</i>	<i>14,5%</i>	<i>14,5%</i>	<i>14,5%</i>
- Delta Net Working Capital	1.744	412	530	1.130	893	986	795	794	833	875
= Free Cashflow	-904	585	3.278	3.507	4.924	5.933	6.508	6.899	7.154	7.543
Present Value	-854	504	2.574	2.510	3.214	3.531	3.531	3.413	3.226	3.102

Quelle: LBBW

Ermittlung des Werts (Tsd. €)

Barwert Free Cashflow Planungsjahre	24 751
+ Barwert Terminal Value	31 777
= Enterprise Value	56 528
<i>Anteil des TV am Enterprise Value</i>	<i>56,2%</i>
- Nettoverschuldung	12 618
+ Nicht betriebsnotwendiges Vermögen	0
= Fairer Wert (DCF)	43 910
/ Anzahl Aktien	6 113
= Wert je Aktie	7,18

Quelle: LBBW

Fairer Wert 7,20 EUR je Aktie

Der faire Wert je Aktie hat sich von zuletzt 6,1 EUR auf 7,2 EUR erhöht. Die Hauptgründe hierfür sind:

- Der WACC ist im Zuge einer gesunkenen Marktisikoprämie von 10,6 auf 9,7% gefallen.
- Unsere Detailplanung enthält erstmals eine Schätzung für 2011, wo wir einen deutlichen Gewinnanstieg erwarten.

Rating Halten, Kursziel 7,20 €

Empfehlung

Wir erwarten trotz der Finanzkrise für die nächsten Jahre ein zweistelliges Umsatzwachstum bei Hypoport. Die Erweiterung des Geschäftsmodells dürfte allerdings bis 2010 die Margen belasten und zu einer unterproportionalen Ergebnisentwicklung führen. Erst ab 2011 erwarten wir wieder zweistellige EBIT-Margen. Vor diesem Hintergrund bestätigen wir unsere Halten-Empfehlung, erhöhen jedoch das Kursziel auf 7,20 EUR (6,10 EUR), das dem fairen Wert aus unserem Bewertungsmodell entspricht. Unser Kursziel von 7,20 EUR impliziert ein KGV (2010e) von 12,0, was uns im aktuell schwierigen Marktumfeld für Finanzwerte und vor dem Hintergrund der geringen Liquidität der Aktie noch als angemessen erscheint.

Gewinn- und Verlustrechnung

	12/2006	12/2007	12/2008	12/2009e	12/2010e	12/2011e
	T €	T €	T €	T €	T €	T €
Umsatzerlöse	26.286	41.714	52.679	59.300	67.600	77.500
Veränderung (%)	27,9	58,7	26,3	12,6	14,0	14,6
Bestandserhöhungen und andere aktivierte Eigenleistungen	2.642	3.333	3.776	5.070	5.430	5.540
Gesamtleistung	28.928	45.047	56.455	64.370	73.030	83.040
	110,1	108,0	107,2	108,5	108,0	107,1
Materialkosten	(22)	(73)	0	0	0	0
Personalkosten	(13.073)	(17.466)	(20.223)	(24.200)	(26.950)	(29.130)
Sonstige betriebliche Erträge	1.172	503	745	800	870	900
Sonstige betriebliche Aufwendungen	(10.502)	(20.714)	(28.914)	(32.350)	(37.200)	(42.300)
Restrukturierungsaufwendungen	0	0	0	0	0	0
EBITDA	6.503	7.297	8.063	8.620	9.750	12.510
Marge (%)	22,5	16,2	14,3	13,4	13,4	15,1
Abschreibungen auf Sachanlagen und immat. Vermögensgeg.	(1.883)	(3.337)	(3.094)	(3.600)	(3.920)	(4.100)
EBIT	4.620	3.960	4.969	5.020	5.830	8.410
Finanzergebnis	(644)	(735)	(859)	(900)	(900)	(900)
Ergebnis der gew. Geschäftstätigkeit	3.976	3.225	4.110	4.120	4.930	7.510
A.o. Ergebnis	0	0	0	0	0	0
Vorsteuerergebnis	3.976	3.225	4.110	4.120	4.930	7.510
EE-Steuern	105	1.034	(1.024)	(1.025)	(1.250)	(1.890)
Steuerquote (%)	n/m	n/m	24,9	24,9	25,4	25,2
Ergebnis fortgeführtes Geschäft vor Anteilen Dritter	4.081	4.259	3.086	3.095	3.680	5.620
Anteile Dritter	0	0	0	0	0	0
Ergebnis fortgeführtes Geschäft	4.081	4.259	3.086	3.095	3.680	5.620
Nicht fortgeführte Aktivitäten	0	0	(3.367)	0	0	0
Jahresüberschuss nach Anteilen Dritter	4.081	4.259	(281)	3.095	3.680	5.620
Veränderung (%)	0,0	4,4	n/m	n/m	18,9	52,7
Anzahl der Aktien	6.288	6.094	6.113	6.113	6.113	6.113
Jahresüberschuss pro Stammaktie (€)	0,65	0,70	(0,05)	0,51	0,60	0,92
Veränderung (%)	(74,6)	7,7	n/m	n/m	17,6	53,3

Bilanz

Aktiva	12/2006	12/2007	12/2008	12/2009e	12/2010e	12/2011e
	T €	T €	T €	T €	T €	T €
Langfristige Vermögenswerte	26.238	28.070	29.242	31.817	32.837	35.617
Immaterielle Vermögensgegenstände	22.175	23.319	23.945	26.590	27.260	29.710
davon Goodwill	14.825	14.825	14.825	14.825	14.825	14.825
Sachanlagen	1.314	1.553	2.045	2.120	2.260	2.480
Finanzanlagen	454	522	1.395	1.250	1.460	1.570
Sonstige Vermögensgegenstände	17	0	0	0	0	0
Latente Steuern	2.278	2.676	1.857	1.857	1.857	1.857
Kurzfristige Vermögenswerte	17.958	20.161	27.748	26.419	29.404	32.058
Vorräte	0	0	0	0	0	0
Forderungen aus Lieferungen und Leistungen	10.514	15.847	18.271	17.760	18.900	19.940
Sonstige Vermögensgegenstände	4.264	1.214	2.019	2.880	3.340	3.506
Wertpapiere	0	0	0	0	0	0
Flüssige Mittel	3.180	3.100	7.458	5.779	7.164	8.612
Summe Aktiva	44.196	48.231	56.990	58.236	62.241	67.675

Passiva

Eigenkapital	18.820	22.930	22.910	26.005	29.685	35.305
in % der Bilanzsumme	42,6	47,5	40,2	44,7	47,7	52,2
Gezeichnetes Kapital	6.288	6.094	6.113	6.113	6.113	6.113
Eigene Aktien (Nennwert)	0	0	0	0	0	0
Kapitalrücklage	1.350	1.704	1.748	1.748	1.748	1.748
Gewinnrücklage	11.182	15.132	14.849	17.944	21.624	27.244
Bilanzverlust	0	0	0	0	0	0
Sonstige Eigenkapitalveränderungen	0	0	0	0	0	0
Eigenkapital nicht fortgeführter Aktivitäten	0	0	0	0	0	0
Anteile anderer Gesellschafter	(0)	(0)	200	200	200	200
Genußrechtskapital	0	0	0	0	0	0
Langfristige Verbindlichkeiten	12.305	15.579	22.952	22.299	20.846	19.754
Pensionsrückstellungen	0	0	0	0	0	0
Übrige Rückstellungen	0	0	42	68	75	83
Finanzverbindlichkeiten	7.368	12.059	19.939	19.260	17.800	16.700
Sonstige Verbindlichkeiten	58	0	0	0	0	0
Latente Steuern	4.879	3.520	2.971	2.971	2.971	2.971
kurzfristige Verbindlichkeiten	13.071	9.722	11.128	9.932	11.710	12.616
Übrige Rückstellungen	18	21	21	240	280	330
Finanzverbindlichkeiten	7.738	1.341	1.332	1.530	2.120	2.350
Verbindlichkeiten aus Lieferungen und Leistungen	1.309	3.399	4.876	3.532	4.330	4.806
Sonstige Verbindlichkeiten	4.006	4.961	4.899	4.630	4.980	5.130
Summe Passiva	44.196	48.231	56.990	58.236	62.241	67.675

Kennzahlen

	12/2006	12/2007	12/2008	12/2009e	12/2010e	12/2011e
Investment Kennzahlen						
KGV	n.a.	21,4	n.m.	13,8	11,8	7,7
EPS Wachstum (%)	(74,6)	7,7	(107,1)	(1.120,0)	17,6	53,3
Kurs / Buchwert	n.a.	4,0	1,2	1,7	1,5	1,2
Enterprise Value / Umsatz	0,4	2,2	0,7	0,9	0,8	0,7
Enterprise Value / EBITDA	1,8	13,9	4,9	6,6	5,9	4,6
Enterprise Value / EBIT	2,5	25,6	7,9	11,4	9,8	6,8
Bonitätskennziffern						
Nettoverschuldung / EBITDA	1,8	1,3	1,6	1,6	1,2	0,7
Gearing (%)	61,0	42,6	54,2	52,9	38,1	25,1
EK-Quote adjustiert (%)	37,5	46,4	51,4	47,6	50,8	55,4

Anhang-1

Die LBBW unterliegt der Aufsicht der Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin), Bonn/Frankfurt.

Die LBBW verwendet ein dreistufiges, absolutes Aktienrating-System. Die jeweiligen Einstufungen sind mit folgenden Einschätzungen verbunden: **Kaufen:** Bezogen auf einen Zeithorizont von bis zu 12 Monaten empfehlen wir Investoren den Kauf der Aktie. **Verkaufen:** Bezogen auf einen Zeithorizont von bis zu 12 Monaten empfehlen wir Investoren den Verkauf der Aktie. **Halten:** Wir haben eine neutrale Einstufung der Aktie und empfehlen auf Sicht von bis zu 12 Monaten weder den Kauf noch den Verkauf der Aktie. **Unter Beobachtung:** Das Rating wird derzeit von uns überarbeitet. **Ausgesetzt:** Eine Beurteilung des Unternehmens ist momentan nicht möglich.

Anmerkungen:

Das Rating-System vor dem 6. April 2009 lautete:

Kaufen: Das Kurspotenzial der Aktie beträgt mindestens 10%. Halten: Das Kurspotenzial der Aktie liegt zwischen 0% bis 10%. Verkaufen: Es wird eine negative Kursentwicklung der Aktie erwartet. Die Ratings beziehen sich auf einen Zeithorizont von bis zu 6 Monaten.

Prozentuale Verteilung aller aktuellen Aktienratings der LBBW				
Kaufen	Halten	Verkaufen	Unter Beobachtung	Ausgesetzt
33,9%	39,0%	25,8%	0,4%	0,8%

Rating-Chronik

Datum	Rating
20.05.2009	Halten
15.05.2009	Halten
15.05.2009	Halten
14.05.2009	Halten
07.05.2009	Halten

Diese Publikation beruht auf von uns nicht überprüfbaren, allgemein zugänglichen Quellen, die wir für zuverlässig halten, für deren Richtigkeit und Vollständigkeit wir jedoch keine Gewähr übernehmen können. Sie gibt unsere unverbindliche Auffassung über den Markt und die Produkte zum Zeitpunkt des Redaktionsschlusses wieder, ungeachtet etwaiger Eigenbestände in diesen Produkten.

Wir behalten uns vor, unsere hier geäußerte Meinung jederzeit und ohne Vorankündigung zu ändern. Wir behalten uns des weiteren vor, ohne weitere Vorankündigung Aktualisierungen dieser Information nicht vorzunehmen oder völlig einzustellen.

Diese Publikation ersetzt nicht die persönliche Beratung. Sie dient nur zu Informationszwecken und gilt nicht als Angebot oder Aufforderung zum Kauf oder Verkauf. Für weitere zeitnähere Informationen über konkrete Anlagemöglichkeiten und zum Zwecke einer individuellen Anlageberatung wenden Sie sich bitte an Ihren Anlageberater.

Die LBBW hat Vorkehrungen getroffen, um Interessenkonflikte bei der Erstellung und Weitergabe von Finanzanalysen soweit wie möglich zu vermeiden oder angemessen zu behandeln. Dabei handelt es sich insbesondere um:

- institutsinterne Informationsschranken, die Mitarbeitern, die Finanzanalysen erstellen, den Zugang zu Informationen versperren, die im Verhältnis zu den betreffenden Emittenten Interessenkonflikte der LBBW begründen können,
- das Verbot des Eigenhandels in Papieren für die oder für deren Emittenten die betreffenden Mitarbeiter Finanzanalysen erstellen und
- die laufende Überwachung der Einhaltung gesetzlicher Pflichten durch Mitarbeiter der Compliance-Stelle.

Aktuelle Angaben gemäß §5 Abs. 4 Nr. 3 FinAnV finden Sie unter <http://www.LBBW.de/finanzanalyseverordnung>.

Wir weisen darauf hin, dass die LBBW oder mit ihr verbundene Unternehmen

- die Gesellschaft am Markt durch das Einstellen von Kauf- oder Verkaufsaufträgen betreuen
- eine Vereinbarung über das Erstellen von Finanzanalysen über den Emittenten oder dessen Finanzinstrumente getroffen haben