

Company Flash

Hypoport

Company Update: Wieder auf Wachstumskurs

UNTERNEHMEN



HYPOPORT
THE FINANCE INTEGRATOR

RATING
KAUFEN (UNTER BEOBACHTUNG)

KURSZIEL
13 EUR (UNTER BEOBACHTUNG)

HIGHLIGHTS

- Belebte Geschäftsaktivität verdeutlicht die Stärken des skalierbaren Geschäftsmodells
- Wachstumspotenzial längst noch nicht ausgereizt
- Wir erhöhen Gewinnschätzung, Kursziel und Rating

Finanzkrise gemeistert: Nach einem Verlust 2009 und einem schwachen Start 2010 gelang Hypoport in Q2 die Rückkehr in die Gewinnzone, wobei Q3 das beste Quartal der letzten drei Jahre war. Die positiven Tendenzen sind in der gesamten Breite erkennbar und die Wachstumsinitiativen der Vergangenheit beginnen zu greifen. Deshalb rechnen wir in Zukunft wieder mit einem zweistelligen Umsatzwachstum bei einem überproportionalen Ergebnisanstieg. Insbesondere die beiden großen Geschäftsbereiche Privatkunden und Finanzdienstleister profitieren stärker von der jüngsten Marktbelebung als bislang von uns erwartet.

EPS kräftig angehoben: Wir erachten die positive Ergebnisentwicklung von Hypoport als nachhaltig und erhöhen unsere Gewinnschätzungen, die bislang eine stärkere Beeinträchtigung durch die Finanzkrise unterstellten:
2010e: 0,52 EUR (-0,08 EUR) – **2011e: 0,68 EUR** (0,03 EUR) – **2012e: 0,94 EUR** (0,29 EUR).

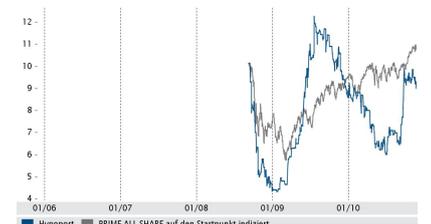
Empfehlung: Wir stufen Hypoport auf Kaufen (Halten) mit neuem Kursziel von 13,00 EUR (7,00 EUR) herauf. Nach der deutlichen Anhebung unserer Gewinnschätzungen hat sich der faire Wert in unserem DCF-Modell auf 13,10 EUR von 7,00 EUR erhöht. Gleichzeitig erscheint die Aktie mit einem KGV 2011 von 13,2 für einen wachstumsstarken Finanzdienstleister günstig bewertet. Die letzten beiden Quartale zeigen eindeutige Fortschritte in der Umsetzung der Strategie, die auch in den kommenden Jahren ein dynamisches Ergebniswachstum erwarten lassen. Zusätzlich profitiert der Finanzdienstleister von dem derzeit günstigen Marktumfeld für Immobilienfinanzierungen. Folglich dürfte Hypoport die Finanzkrise überwunden haben.

+++ Reuters: HYQGn +++ Bloomberg: HYQ GY +++

Aktueller Kurs (XETRA (Germany); 24.11.10; 09:51 h)	8,83 EUR
SCHLUSSKURS (23.11.2010)	9,00 EUR
ERWARTETE PERFORMANCE	44,4%
MARKTKAPITALISIERUNG	55,16 Mio. EUR
ENTERPRISE VALUE	65,57 Mio. EUR
ANZAHL AKTIEN	6,13 Mio.
FREE FLOAT	46,0%
INDEX (GEWICHTUNG)	PRIME ALL SHARE (0%)
DURCH. HANDELSVOL.	2.880
ISIN	DE0005493365
SEKTOR	Finanzdienstleister

KENNZAHLEN (31.12.)	2010E	2011 E	2012E
Unternehmensdaten in Mio. EUR, Zahlen je Aktie in EUR			
Umsatz	62,9	69,4	77,1
EBITDA	10,3	11,6	13,8
EBIT	5,8	7,0	9,1
Nettoergebnis	3,2	4,2	5,8
Freier Cash-flow	1,2	0,9	3,6
FCF Rendite	2,2%	1,6%	6,5%
EPS	0,52	0,68	0,94
Dividende	0,00	0,00	0,00
EV / Umsatz	1,0	0,9	0,9
EV / EBITDA	6,4	5,7	4,8
EV / EBIT	11,3	9,4	7,2
KGV	17,3	13,2	9,6
KBV	2,03	1,76	1,49
Dividendenrendite	0,0%	0,0%	0,0%

KURSENTWICKLUNG



KALENDER



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

Unternehmensdaten Finanzkennzahlen

Hypoport

Fazit Schätzungsänderungen (Mio. EUR)

	2010E			2011E			2012E		
	bisher	neu	Δ	bisher	neu	Δ	bisher	neu	Δ
GüV									
Umsatz	52,9	62,9	18,9%	56,1	69,4	23,7%	60,8	77,1	26,8%
EBITDA	4,6	10,3	123,9%	5,6	11,6	107,1%	8,1	13,8	70,4%
EBIT	0,2	5,8	2800,0%	1,1	7,0	536,4%	3,5	9,1	160,0%
EBT	-0,7	4,8	n.m.	0,2	6,1	2950,0%	2,6	8,2	215,4%
Ergebnis nach Steuern	-0,5	3,2	n.m.	0,2	4,2	2000,0%	1,8	5,8	222,2%
Nettoergebnis	-0,5	3,2	n.m.	0,2	4,2	2000,0%	1,8	5,8	222,2%
Je Aktie (EUR)									
EPS	-0,08	0,52	n.m.	0,03	0,68	2166,7%	0,29	0,94	224,1%
Cash Flow pro Aktie	-0,54	0,20	n.m.	-0,31	0,15	n.m.	0,02	0,59	2850,0%
Dividende	0,00	0,00	n.a.	0,00	0,00	n.a.	0,00	0,00	n.a.

Quelle: Hypoport, LBBW Research

Ausgewählte Kennzahlen von Hypoport (Mio. EUR)

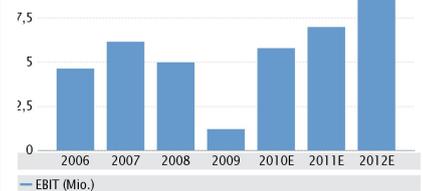
Gewinn- und Verlustrechnung (Mio. EUR)	2006	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
Umsatz	26,3	40,7	52,7	50,5	62,9	69,4	77,1
EBITDA	6,5	8,7	8,1	4,9	10,3	11,6	13,8
EBIT	4,6	6,2	5,0	1,2	5,8	7,0	9,1
EBT	4,0	5,4	4,1	0,2	4,8	6,1	8,2
Nettoergebnis	4,1	4,3	-0,3	-0,3	3,2	4,2	5,8
EPS	0,65	0,70	-0,05	0,10	0,52	0,68	0,94
Wachstumsrate yoy							
Umsatz		54,8 %	29,5 %	-4,3 %	24,7 %	10,3 %	11,1 %
EBITDA		33,9 %	-7,4 %	-39,6 %	110,6 %	12,6 %	19,0 %
EBIT		32,8 %	-18,9 %	-75,8 %	379,3 %	20,7 %	30,0 %
EBT		35,7 %	-23,7 %	-94,1 %	1859,2 %	27,1 %	34,4 %
Nettoergebnis		4,0 %	-106,3 %	n.m.	n.m.	31,3 %	38,1 %
EPS		7,7 %	-107,1 %	n.m.	420,0 %	30,8 %	38,2 %
Umsatzmargen							
EBITDA	24,8 %	21,5 %	15,4 %	9,7 %	16,4 %	16,7 %	17,9 %
EBIT	17,7 %	15,1 %	9,5 %	2,4 %	9,2 %	10,1 %	11,8 %
EBT	15,2 %	13,3 %	7,9 %	0,5 %	7,6 %	8,8 %	10,6 %
Nettoergebnis	15,6 %	10,5 %	-0,5 %	-0,6 %	5,1 %	6,1 %	7,5 %
Bilanz (Mio. EUR)							
Geschäfts- oder Firmenwert	14,8	14,8	14,8	14,8	14,8	14,8	14,8
Aktivierte Entwicklungskosten	5,9	7,0	7,8	9,8	12,2	14,5	16,5
Sachanlagen	1,3	1,5	2,0	1,8	2,4	2,7	3,0
Sonstige Finanzanlagen	0,5	0,5	1,4	0,4	0,6	0,7	0,7
Net Working Capital	5,8	7,8	8,7	5,4	5,2	5,8	5,8
Liquide Mittel	3,2	3,2	7,5	7,2	8,7	10,0	14,3
Gesamte Finanzverbindlichkeiten	15,2	13,4	21,3	18,8	19,7	20,6	21,4
Eigenkapital	18,8	22,9	24,2	23,9	27,2	31,4	37,2
Anteile anderer Gesellschafter	0,0	0,0	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2
Nettoverschuldung / (Nettoliqidität) GJ-Ende	8,3	9,2	12,0	9,5	8,3	7,5	3,9
Kapitalflussrechnung (Mio. EUR)							
Nettoergebnis	4,1	4,3	-0,3	-0,3	3,2	4,2	5,8
Abschreibungen	1,9	2,6	3,1	3,7	4,5	4,6	4,7
Veränderung Working Capital	-0,1	-2,0	-0,9	3,2	0,1	-0,6	0,1
Operativer Cash-flow	5,1	4,2	3,5	6,5	8,8	8,2	10,6
Investitionen in das Sachanlagevermögen	-1,2	-1,1	-1,3	-0,3	-1,4	-1,3	-1,3
Freier Cash-flow	1,1	-0,6	-2,1	1,5	1,2	0,9	3,6
Dividendenzahlung	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Veränderung in den liquiden Mitteln	1,3	-0,1	4,3	-0,2	1,4	1,2	4,4
Bewertungskennzahlen							
EV / Umsatz	n.a.	n.a.	0,7	1,3	1,0	0,9	0,9
EV / EBITDA	n.a.	n.a.	4,6	13,0	6,4	5,7	4,8
EV / EBIT	n.a.	n.a.	7,5	52,6	11,3	9,4	7,2
KGV	n.a.	n.a.	-87,2	89,0	17,3	13,2	9,6
KBV	n.a.	n.a.	1,1	2,3	2,0	1,8	1,5
Return on Equity	21,8 %	28,1 %	12,9 %	-1,3 %	11,7 %	13,4 %	15,6 %
Dividendenrendite	n.a.	n.a.	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %
FCF Rendite	n.a.	n.a.	-8,0 %	2,8 %	2,2 %	1,6 %	6,5 %
Bilanzkennzahlen							
Nettoverschuldung zu EBITDA	1,3	1,1	1,5	1,9	0,8	0,6	0,3
Verschuldungsgrad	43,9 %	40,2 %	49,7 %	39,7 %	30,5 %	23,8 %	10,5 %
Zinsdeckung (EBIT/Zinsaufwand)	7,0	7,5	5,1	1,1	5,3	7,0	9,1

Quelle: Hypoport, LBBW Research

GUIDANCE - HYPOPORT

Deutliches Umsatz- und Ergebniswachstum in 2010.

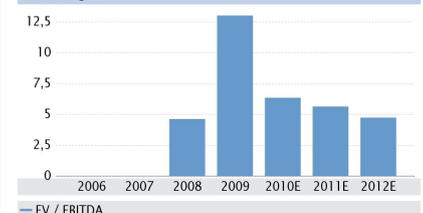
Ergebniskennzahlen



Bilanzkennzahlen



Bewertung



Quelle: Hypoport, LBBW Research

RESEARCH TEAM

Alexander Groschke, CBA, Investmentanalyst
+49 711 127-42712, alexander.groschke@lbbw.de

Olaf Kayser, CEFA, Investmentanalyst
+49 711 127-42762, olaf.kayser@lbbw.de

Martin Peter, CEFA, Investmentanalyst
+49 711 127-42746, martin.peter@lbbw.de

Investment Case

Zusammenfassung

Hypoport

Nach einer Neubewertung von Hypoport stufen wir die Aktie auf Kaufen (Halten) mit neuem Kursziel 13,00 EUR (7,00) herauf. Der Finanzdienstleister hat in der jüngsten Vergangenheit die Voraussetzungen für zukünftiges Wachstum geschaffen und beginnt die Früchte hieraus zu ziehen. Im Geschäftsbereich Privatkunden wurde der Filialvertrieb weiter ausgebaut. Für die Transaktionsplattform EUROPACE konnten zusätzlich der genossenschaftliche Finanzverbund und der Ostdeutsche Sparkassenverband gewonnen und damit der zweite Geschäftsbereich B2B-Finanzmarktplätze gestärkt werden. Wir rechnen in den nächsten Jahren mit einem dynamischen Ergebniswachstum bei Hypoport.

Earnings Summary: Nach den deutlich verbesserten Ergebnissen der letzten beiden Quartale, die sich in der Breite vollzogen und damit unsere Erwartungen übertrafen, rechnen wir bereits für das laufende Jahr mit der Rückkehr in die Gewinnzone. Die eingeleiteten Wachstumsinitiativen beginnen zu greifen, so dass wir in den nächsten beiden Jahren mit einem Umsatzwachstum von gut 10% p.a. rechnen. Dank des skalierbaren Geschäftsmodells sollten die Ergebnisse überproportional steigen. Entsprechend haben wir unsere EPS deutlich angehoben: **2010e: 0,52 EUR** (-0,08 EUR) – **2011e: 0,68 EUR** (0,03 EUR) – **2012e: 0,94 EUR** (0,29 EUR).

Valuation Summary: Für die Bewertung ziehen wir unser DCF-Modell heran. Nach der deutlichen Reduzierung unserer EPS-Schätzung ermitteln wir einen fairen Wert von rund 13,10 EUR für die Aktie von Hypoport.

Hauptrisiken für den Investment Case: Ein erneuter Rückfall in die Rezession mit entsprechend negativen Auswirkungen auf die Immobilien- und Kapitalmärkte würde die Ergebnisse von Hypoport beeinträchtigen. Sofern wichtige Produktanbieter auf der EUROPACE-Plattform keine wettbewerbsfähigen Konditionen offerieren oder ihre Zusammenarbeit beenden, würde darunter die Umsatzentwicklung leiden.

Unternehmensprofil

Der Hypoport-Konzern ist ein internetbasierter Allfinanzdienstleister. Das Geschäftsmodell besteht aus den beiden voneinander profitierenden Säulen Allfinanzvertrieb und B2B-Finanzmarktplätze. Der Unternehmensteil Allfinanzvertrieb bietet Privatkunden Finanzprodukte (Girokonten, Versicherungen, Immobilienfinanzierung) über die 100%ige Tochtergesellschaft Dr. Klein sowohl über Internet als auch durch telefonische und persönliche Beratung. Mit dem B2B-Finanzmarktplatz 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 so den schnellen, direkten Vertragsabschluss.

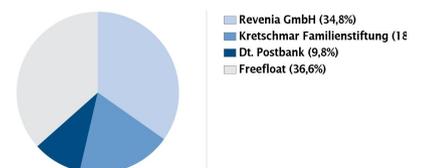
PROS

++	Führende Transaktionsplattform für Finanzprodukte
+	Überlegener Vertriebsansatz dank Multikanalvertrieb und Lead-Generierung
+	Skalierbares Geschäftsmodell

CONS

--	Hohe Abhängigkeit von Immobilienfinanzierungen
-	Schwieriges Marktumfeld für Finanzdienstleister
-	Margenstarke Vorsorgeprodukte haben nur geringe Bedeutung

Aktionärsstruktur



Quelle: LBBW Research

Aktuelle Geschäftsentwicklung

Kernthemen

Hypoport

Überzeugendes Q3 deutet auf steigenden Ergebnistrend hin

Der Hypoport-Konzern erzielte in Q3/10 einen Umsatzanstieg von 37% auf 16,9 Mio. EUR und ein operatives Ergebnis von 2,4 Mio. EUR (Q3/09: 0,2 Mio. EUR). Die EBIT-Marge verbesserte sich dank des skalierbaren Geschäftsmodells auf 14,2% nach 1,6% im Vorjahr. Die Fixkosten stiegen unterproportional um 9% auf 9,4 Mio. EUR. Das verwässerte EPS verbesserte sich auf 0,23 EUR nach -0,03 in Q3/09.

Drei der vier Geschäftsbereiche steigerten ihren Umsatz- und Ergebnisbeitrag. Lediglich der kleinste und weniger bedeutende Bereich Institutionelle Kunden verzeichnete leichte Rückgänge in Q3. Hervorzuheben ist der Geschäftsbereich Privatkunden, dessen Belebung sich gleichzeitig positiv auf den Bereich Finanzdienstleister auswirkte und dort zum Turnaround führte. Starke Wachstumsraten verzeichnete auch das Segment Immobilienfirmenkunden (Umsatz: +43%, EBIT: +82%), das von einer Ausweitung der Kundenbasis auf gewerbliche Immobilieninvestoren und Kommunen profitierte.

Der Geschäftsbereich Privatkunden steigerte seinen Umsatz deutlich um 43% auf 11,0 Mio. EUR, obwohl die Zahl generierter Kundenanfragen nach Finanzprodukten (Leads) in Q3 mit 0,9 Millionen deutlich unter dem Vorjahreswert von 1,5 Millionen lag. Die gestiegenen Umsätze resultierten aus einer stärkeren Nachfrage nach höhermargigen Produkten. Immobilienfinanzierungen steuerten 4,3 Mio. EUR (+48%) und sonstige Finanzdienstleistungsprodukte (Bank- und Versicherungsprodukte) 6,8 Mio. EUR (+39%) zum Umsatz bei. Das EBIT des Segments lag mit 2,0 Mio. EUR und einer Marge von 18,4% deutlich über den Vorjahreswerten von 0,5 Mio. EUR bzw. 6,4%.

Der zweitgrößte Bereich Finanzdienstleister profitierte in Q3 von einem neuen Rekord beim Transaktionsvolumen von 4,5 Mrd. EUR (+25% yoy). Der Anstieg basierte vor allem auf der Vermittlung von Immobilienfinanzierungen (+22% auf 3,9 Mrd. EUR). Auf Ratenkredite entfielen 0,2 Mrd. EUR und auf Bausparen 0,3 Mrd. EUR. Der Umsatz verbesserte sich um 42% auf 3,2 Mio. EUR und das EBIT stieg auf 0,4 Mio. EUR nach einem operativen Verlust von 0,5 Mio. EUR im Vorjahr. Damit gelang dem Segment der Turnaround bei einer EBIT-Marge von 11,4%. Insgesamt belasteten Investitionen in die EUROPACE-Plattform von 1,6 Mio. EUR, wovon 1,4 Mio. EUR aktiviert werden konnten.

Innerhalb der kleineren Geschäftsbereiche verzeichnete das Segment Immobilienfirmenkunden ebenfalls deutliche Zuwachsraten in Q3 (Umsatz: +43% auf 1,8 Mio. EUR, EBIT: +82% auf 0,7 Mio. EUR). Dies gelang trotz eines stabilen Finanzierungsvolumens dank der Vermittlung attraktiver Zusatzprodukte und Dienstleistungen. Lediglich das kleinste Segment Institutionelle Kunden verzeichnete Rückgänge beim Umsatz (-8% auf 0,8 Mio. EUR) und EBIT (-32% auf 0,2 Mio. EUR), die auf Grund der niedrigen Basis allerdings von untergeordneter Bedeutung für den Hypoport-Konzern sind.

Insgesamt konnte Hypoport dank des niedrigen Zinsniveaus von einem deutlichen Anstieg der vermittelten Immobilienfinanzierungen in Q3 profitieren. Davon begünstigt waren fast sämtliche Geschäftsbereiche, die auf Grund des skalierbaren Geschäftsmodells ihre Ergebnisse und Margen kräftig steigern konnten.

EBIT-Marge steigt auf 14,2% in Q3

Aufschwung in der Breite sichtbar

Günstiges Umfeld für Immobilienfinanzierungen

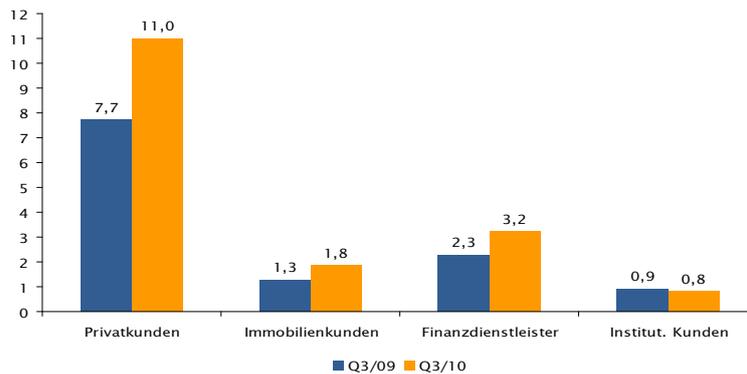
EUROPACE vermittelt Rekordvolumen

Aktuelle Geschäftsentwicklung

Kernthemen

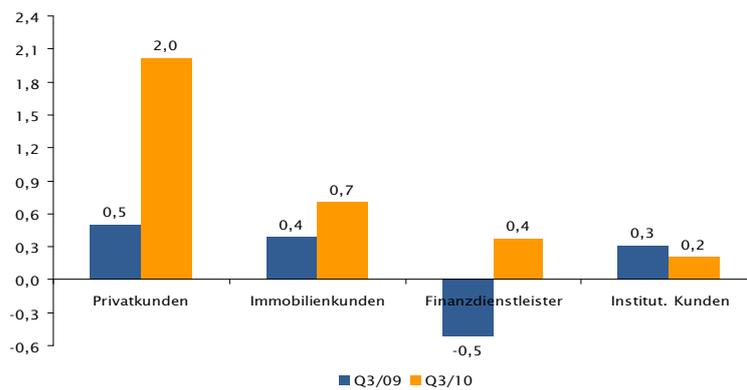
Hypoport

HYPOPORT - Umsatz nach Segmenten (Mio. EUR)



[Quelle]: Hypoport, LBBW Research

HYPOPORT - EBIT nach Segmenten (Mio. EUR)



[Quelle]: Hypoport, LBBW Research

Finanzkennzahlen

Gewinnperspektiven

Hypoport

Gewinnschätzungen deutlich erhöht

In den nächsten Jahren rechnen wir bei Hypoport mit einer Fortsetzung des positiven Aufwärtstrends. Die initiierten strategischen Projekte werden zu einem weiteren Wachstum des vermittelten Transaktionsvolumens und damit der Umsätze führen. Hierzu sollen insbesondere der Ausbau des Filialnetzes (bislang 505 Berater in 173 Filialen) und die weitere Anbindung von Genossenschaftsbanken (GENOPACE) sowie Sparkassen (Finmas) an die EUROPACE-Plattform beitragen. Auf Grund des skalierbaren Geschäftsmodells ist mit einem überproportionalen Ergebniswachstum und steigenden EBIT-Margen zu rechnen. Entsprechend haben wir unsere Schätzungen erhöht:

Mio. EUR	2010e		2011e		2012e	
	Alt	Neu	Alt	Neu	Alt	Neu
Umsatz	52,9	62,9	56,1	69,4	60,7	77,1
Delta yoy	4,8%	24,6%	6,0%	10,3%	8,2%	11,1%
EBITDA	4,6	10,3	5,6	11,6	8,1	13,8
Marge	8,7%	16,4%	10,0%	16,7%	13,3%	17,9%
EBIT	0,2	5,8	1,1	7,0	3,5	9,1
Marge	0,4%	9,2%	2,0%	10,1%	5,8%	11,8%
Nettoergebnis	-0,5	3,2	0,2	4,2	1,8	5,8
Marge	-0,9%	5,1%	0,4%	6,1%	3,0%	7,5%
Ergebnis je Aktie (in EUR)	-0,08	0,52	0,03	0,68	0,29	0,94
Dividende je Aktie (in EUR)	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00

Quelle: LBBW Research

Unsere neuen Schätzungen unterstellen für den Hypoport-Konzern bis 2012 sowohl ein zweistelliges Umsatzwachstum als auch zweistellige EBIT-Margen ab 2011. Zuvor hatten wir beide Größen lediglich im einstelligen Bereich erwartet. Hintergrund unserer positiven Neueinschätzung ist die deutliche Belegung in den beiden größten Geschäftsbereichen Privatkunden und Finanzdienstleister, die in den letzten beiden Quartalen über unseren Erwartungen lag und die wir auch in Zukunft als nachhaltig erachten. Insbesondere dürften die von Hypoport initiierten Wachstumsinitiativen ihre Wirkung zeigen:

Ein wesentlicher Erfolgsfaktor für das Segment Privatkunden sind die im Internet generierten Leads (Kundenanfragen für Finanzierungsprodukte von Endkunden). Kunden, die im Internet Interesse an Finanzprodukten und dabei Beratungsbedarf signalisiert haben, werden an die Franchisenehmer der eigenen Filialen weitergeleitet. Leads ermöglichen eine höhere Abschlussquote beim Vertrieb von Finanzprodukten und führen gleichzeitig zu Neukundenwachstum. Sie sind wesentlicher Bestandteil für den Erfolg von Franchisenehmern und den zügigen Aufbau von Hypoports Filialnetz, das innerhalb der vergangenen drei Jahre von 80 auf 173 Filialen erweitert wurde. Leads, die nicht innerhalb der eigenen Filialen genutzt werden können, verkauft Hypoport an Dritte weiter, um die Kosten der Leadgewinnung zu decken. Zusätzlich profitiert der Geschäftsbereich Finanzdienstleister von dem Segment Privatkunden, das seinen Vertrieb von Finanzprodukten über die EUROPACE-Plattform abwickelt.

Für den Geschäftsbereich Finanzdienstleister erwarten wir für 2011 und 2012 ein deutlich zweistelliges Umsatzwachstum von annähernd 20% p.a. Hypoport betreibt mit dem B2B-Finanzmarktplatz EUROPACE die größte deutsche Online-Transaktionsplattform für die Vermittlung von Finanzierungsprodukten. EUROPACE vernetzt mehr als 50

Nachhaltige Wachstumsperspektiven

Synergien zwischen den Segmenten Privatkunden und Finanzdienstleistern

Zweistellige Wachstumsraten bei EUROPACE erwartet

Finanzkennzahlen

Gewinnperspektiven

Hypoport

Produktanbieter (Banken, Bausparkassen, Versicherungen) mit über 30 Vertriebsorganisationen. Letztere stehen für mehrere tausend Finanzberater, die über EUROPACE die attraktivsten Finanzprodukte für ihre Kunden finden. Gleichzeitig gewinnen Produktanbieter von Immobilienkrediten, Bausparprodukten, Ratenkrediten, Girokonten und Versicherungen rund um die Immobilie den Zugang zum Endkunden.

Hypoport investiert kontinuierlich in den Ausbau und die Technologie der EUROPACE-Plattform. Damit sichert der Finanzdienstleister seine langfristige Marktführerschaft, zumal potenzielle Newcomer kaum auf Anhieb den Zugang zu den wichtigsten Produktanbietern und den größten Finanzvertrieben herstellen können, wie ihn Hypoport bietet. Entsprechend profitiert Hypoport von dem Marktplatzeffekt, der neue Teilnehmer anzieht, und dank der entstehenden Kostendegressionseffekte einen effizienten Vertrieb von Finanzprodukten ermöglicht. Gleichzeitig führt ein steigendes Transaktionsvolumen auf der EUROPACE-Plattform zu verbesserten Margen dank der Skalierbarkeit.

Inzwischen wurde die EUROPACE-Technologie sowohl dem Genossenschaftssektor (GENOPACE) als auch dem Sparkassensektor (Finmas) zur Verfügung gestellt. Bei GENOPACE und Finmas handelt es sich jeweils um Joint Ventures mit Hypoport, so dass EUROPACE mittlerweile über alle drei Säulen des deutschen Bankensystems vertreten ist. Bis Ende 2012 beabsichtigt Hypoport die Zahl der angeschlossenen Volks- und Raiffeisenbanken von derzeit 42 und die der angeschlossenen Sparkassen von aktuell 20 auf jeweils 100 auszubauen. Entsprechend wird die Attraktivität der EUROPACE-Plattform mit der höheren Teilnehmerzahl und dem steigenden Transaktionsvolumen weiter gewinnen.

Wettbewerbsvorteil durch EUROPACE

Teilnehmerzahl auf EUROPACE steigt

Bewertung

Berechnung Fairer Wert

Hypoport

Zur Berechnung des fairen Wertes der Aktie von Hypoport verzichten wir mangels geeigneter Kandidaten auf einen Peergroup-Vergleich und verwenden einzig ein DCF-Modell. Auf Basis des DCF-Modells ermitteln wir einen fairen Wert von 13,10 EUR für die Aktie. Folglich sehen wir deutlichen Kurspotenzial für die Aktie und stufen Hypoport von Halten auf Kaufen herauf.

Discounted Cash-Flow Bewertung. Im Rahmen der DCF-Bewertung prognostizieren wir die freien Cashflows in drei Phasen. Für die Jahre 2010 bis 2012 liegen konkrete Prognosen zu Grunde. In Phase zwei (2013 bis 2017) wird die Prognose der freien Cashflows auf Basis von Werttreibern für EBIT-Marge, Abschreibungs- und Investitionsquote sowie für die Entwicklung des Net Working Capital ermittelt. Für Zuflüsse ab 2018 unterstellen wir eine Terminal Growth Rate von 2,0%. Gegenüber unserer letzten Analyse hat sich der WACC von 8,6% auf 8,8% erhöht, obwohl die Fremdkapitalkosten von 4,0% auf 3,5% gesunken sind. Hintergrund ist die von 5,8% auf 6,8% gestiegene Marktrisikoprämie. Der Wert für die risikolose Verzinsung der 10-jährigen Bundesanleihe beträgt 2,3%. Aus den Annahmen errechnet sich ein fairer Wert von 13,10 EUR für die Aktie von Hypoport.

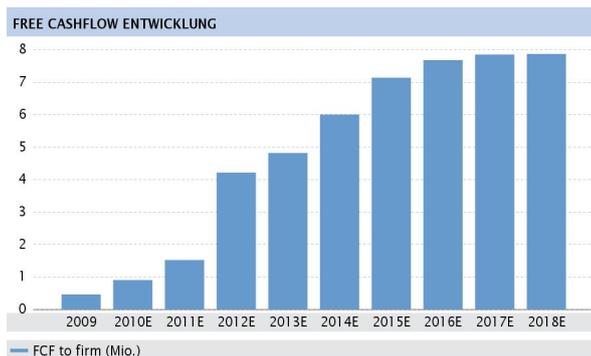
Bewertung DCF-Modell

Hypoport

ANNAHMEN		STEADY STATE	
Risikofreier Zinssatz	2,3 %	Steady State Jahr	2018
Risikoprämie	6,8 %	Wachstum Terminal Value	2,0 %
Beta	1,1	EBIT-Marge	12,5 %
Eigenkapitalkosten	9,8 %	Abschreibungsquote	5,0 %
Fremdkapitalkosten	3,5 %	Investitionsquote	6,7 %
Eigenkapitalquote (Ziel)	85,0 %	Net Working Capital-Quote	7,6 %
WACC (in %)	8,8 %	CAGR Umsatz 2009 bis 2018	8,8 %

FREE CASHFLOW (Mio. EUR)	2009	2010E	2011E	2012E	2013E	2014E	2015E	2016E	2017E	2018E
Umsatz	50,5	62,9	69,4	77,1	83,7	89,9	96,0	101,8	105,9	108,0
Wachstum yoy		24,7 %	10,3 %	11,1 %	8,5 %	7,5 %	6,8 %	6,0 %	4,0 %	2,0 %
EBIT vor Goodwill	1,2	5,8	7,0	9,1	10,4	11,7	13,2	13,7	13,8	13,5
EBIT-Marge	2,4 %	9,2 %	10,1 %	11,8 %	12,4 %	13,0 %	13,7 %	13,5 %	13,0 %	12,5 %
- Steuern auf das EBIT	2,7	1,9	2,2	2,7	2,8	3,2	3,6	3,7	3,7	3,6
Steuerquote	222,9 %	33,3 %	31,1 %	29,3 %	27,0 %	27,0 %	27,0 %	27,0 %	27,0 %	27,0 %
= NOPAT	-1,5	3,9	4,8	6,4	7,6	8,5	9,6	10,0	10,0	9,9
+ Abschreibungen	3,7	4,5	4,6	4,7	4,9	5,1	5,2	5,3	5,4	5,4
Abschreibungsquote	7,3 %	7,2 %	6,6 %	6,1 %	5,9 %	5,7 %	5,4 %	5,2 %	5,1 %	5,0 %
- Investitionen (CAPEX)	5,0	7,6	7,3	7,0	7,2	7,2	7,3	7,3	7,3	7,2
in % vom Umsatz	10,0 %	12,1 %	10,5 %	9,1 %	8,6 %	8,0 %	7,6 %	7,2 %	6,9 %	6,7 %
NWC	5,4	5,2	5,8	5,8	6,4	6,8	7,3	7,7	8,0	8,2
in % vom Umsatz	10,6 %	8,3 %	8,4 %	7,5 %	7,6 %	7,6 %	7,6 %	7,6 %	7,6 %	7,6 %
delta NWC		-0,1	0,6	-0,1	0,6	0,5	0,5	0,4	0,3	0,2
Rückstellungen	0,0	0,1	0,1	0,1	0,2	0,2	0,3	0,4	0,4	0,4
in % vom Umsatz	0,1 %	0,1 %	0,1 %	0,1 %	0,2 %	0,2 %	0,3 %	0,4 %	0,4 %	0,4 %
delta Rückstellungen		0,0	0,0	0,0	0,1	0,0	0,1	0,1	0,0	0,0
Sonstige Bereinigungen	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
in % vom Umsatz	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %
FCF to firm	0,5	0,9	1,5	4,2	4,8	6,0	7,1	7,7	7,8	7,9
in % vom Umsatz	0,9 %	1,4 %	2,2 %	5,5 %	5,8 %	6,7 %	7,4 %	7,5 %	7,4 %	7,3 %
Discounted free cashflow	n.a.	0,9	1,4	3,5	3,7	4,2	4,6	4,6	4,3	4,0

WERT JE AKTIE (Mio. EUR)	
Barwert Free Cash-flow Planungsjahre	27,3
+ Barwert Terminal Value	63,1
= Enterprise Value	90,4
Anteil des Terminal Value am Enterprise Value	69,8 %
- Nettofinanzverschuldung	11,6
- Anteile Dritter	0,2
- Pensionsrückstellungen	0,0
+ Nicht betriebsnotwendiges Vermögen	0,0
+ Sonstige	1,4
= Marktkapitalisierung	80,0
/ Anzahl Aktien (Mio.)	6,11
= Wert je Aktie (EUR)	13,10



Anhang

Finanzkennzahlen: Gewinn- und Verlustrechnung

Hypoport

GEWINN- UND VERLUSTRECHNUNG (Mio. EUR)	2008	2009	2010e	2011e	2012e	CAGR 08-12E
Umsatz	52,7	50,5	62,9	69,4	77,1	
Wachstum yoy		-4,3 %	24,7 %	10,3 %	11,1 %	9,98 %
Vertriebskosten	-18,5	-18,5	-24,7	-27,2	-30,0	
Rohrertrag	34,2	32,0	38,2	42,2	47,1	
Wachstum yoy		-2,5 %	19,4 %	10,5 %	11,6 %	8,35 %
Aktivierete Eigenleistungen	3,8	4,6	5,5	5,3	5,0	
Sonstige betriebliche Erträge	0,8	1,0	1,2	1,4	1,6	
Personalaufwand	-20,2	-21,7	-23,9	-25,5	-27,0	
Sonstige betriebliche Aufwendungen	-10,5	-11,0	-10,7	-11,8	-12,9	
EBITDA	8,1	4,9	10,3	11,6	13,8	
Wachstum yoy		-39,6 %	110,6 %	12,6 %	19,0 %	14,26 %
Marge	15,4 %	9,7 %	16,4 %	16,7 %	17,9 %	
Abschreibungen	-4,6	-3,7	-4,5	-4,6	-4,7	
EBIT	5,0	1,2	5,8	7,0	9,1	
Wachstum yoy		-75,8 %	379,3 %	20,7 %	30,0 %	16,17 %
Marge	9,5 %	2,4 %	9,2 %	10,1 %	11,8 %	
Finanzergebnis	-0,9	-1,0	-1,0	-0,9	-0,9	
EBT	4,1	0,2	4,8	6,1	8,2	
Wachstum yoy		-94,1 %	1859,2 %	27,1 %	34,4 %	18,65 %
Ertragsteuern	-1,0	-0,5	-1,6	-1,9	-2,4	
Ertragsteuersatz	-24,8 %	-222,9 %	-33,3 %	-31,1 %	-29,3 %	
Ergebnis aus fortgeführten Aktivitäten	3,1	-0,3	3,2	4,2	5,8	
Ergebnis nicht fortgeführtes Geschäft	-3,4	0,0	0,0	0,0	n.a.	
Minderheiten	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
Nettoergebnis	-0,3	-0,3	3,2	4,2	5,8	
Wachstum yoy		-109,7 %	n.m.	31,3 %	38,1 %	
Marge	5,9 %	-0,6 %	5,1 %	6,1 %	7,5 %	
Gewinn je Aktie	-0,05	0,10	0,52	0,68	0,94	
Dividende	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	

Quelle: Hypoport, LBBW Research

Anhang

Finanzkennzahlen: Bilanz

Hypoport

BILANZ (Mio. EUR)	2008	2009	2010e	2011e	2012e
Summe Aktiva	55,9	54,7	61,7	67,6	75,4
Geschäfts- oder Firmenwert	14,8	14,8	14,8	14,8	14,8
Aktivierete Entwicklungskosten	7,8	9,8	12,2	14,5	16,5
Sachanlagen	2,0	1,8	2,4	2,7	3,0
Sonstige Finanzanlagen	1,4	0,4	0,6	0,7	0,7
Aktive latente Steuern	0,7	0,7	1,2	1,2	1,2
Sonstiges Anlagevermögen	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Anlagevermögen	28,1	28,5	32,2	35,0	37,3
Forderungen aus Lief. und Leistungen	18,3	16,8	17,9	19,2	20,4
Wertpapiere	1,7	2,2	2,7	3,2	3,2
Kurzfristige Steuerforderungen	0,3	0,1	0,2	0,2	0,2
Liquide Mittel	7,5	7,2	8,7	10,0	14,3
Umlaufvermögen	27,8	26,3	29,5	32,5	38,1
Summe Passiva	55,9	54,7	61,7	67,6	75,4
Grundkapital	6,1	6,1	6,2	6,2	6,2
Kapitalrücklagen	1,7	1,8	1,9	1,9	1,9
Gewinnrücklagen	16,2	15,8	19,0	23,2	29,0
Sonstige Veränderungen im Eigenkapital	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Eigenkapital	24,2	23,9	27,2	31,4	37,2
Finanzverbindlichkeiten	19,9	17,2	17,7	18,4	18,9
Langfristige Pensionsrückstellungen	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Sonstige langfristige Verbindlichkeiten	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Passive latente Steuern	0,5	0,4	1,6	1,6	1,6
Langfristige Verbindlichkeiten	20,5	17,6	19,3	20,0	20,5
Verbindlichkeiten aus Lief. und Leistungen	4,9	5,7	6,5	6,8	7,5
Kurzfristige Rückstellungen	0,0	0,1	0,1	0,1	0,1
Sonstige kurzfristige Verbindlichkeiten	4,7	5,6	6,0	6,4	7,0
Kurzfristige Steuerverbindlichkeiten	0,2	0,2	0,5	0,5	0,5
Kurzfristige Finanzverbindlichkeiten	1,3	1,7	2,0	2,3	2,6
Kurzfristige Verbindlichkeiten	11,1	13,3	15,2	16,1	17,7

Quelle: Hypoport, LBBW Research

Anhang

Finanzkennzahlen: Kapitalflussrechnung

Hypoport

KAPITALFLUSSRECHNUNG (Mio. EUR)	2008	2009	2010e	2011e	2012e
Ergebnis nach Steuern	3,1	-0,3	3,2	4,2	5,8
Abschreibungen	3,1	3,7	4,5	4,6	4,7
Veränderungen der langfristigen Rückstellungen	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Veränderung Working Capital	-0,9	3,2	0,1	-0,6	0,1
Sonstige Veränderungen (operativer Cashflow)	-1,8	0,0	1,0	0,0	0,0
Operativer Cash-flow	3,5	6,5	8,8	8,2	10,6
Wachstum yoy		85,3 %	34,6 %	-6,8 %	28,9 %
Investitionen in das Anlagevermögen	-5,7	-5,0	-7,6	-7,3	-7,0
Abgänge/Desinvestitionen	0,0	0,1	0,1	0,2	0,2
Sonstige Veränderungen invest. Cash-flow	-0,7	-0,7	-1,0	-0,8	-0,2
Cash-flow aus Investitionstätigkeit	-6,4	-5,6	-8,5	-7,9	-7,0
Wachstum yoy		n.m.	n.m.	n.m.	n.m.
Mittelabfluss/-zufluss aus Kapitalmaßnahmen	0,3	0,1	0,2	0,0	0,0
Dividendenzahlung	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Veränderung Finanzverbindlichkeiten	7,0	-1,2	0,9	0,9	0,8
Sonstige Veränderungen finanz. Cash-flow	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Cash-flow aus Finanzierungstätigkeit	7,3	-1,2	1,0	0,9	0,8
Wachstum yoy		-116,0 %	n.m.	-11,5 %	-13,0 %
Veränderung in den liquiden Mitteln	4,3	-0,2	1,4	1,2	4,4
Liquide Mittel am Periodenbeginn	3,1	7,5	7,2	8,6	9,8
Liquide Mittel am Periodenende	7,5	7,2	8,6	9,8	14,2
Freier Cash-flow	-2,1	1,5	1,2	0,9	3,6
Cash Earnings pro Aktie	0,47	0,55	1,26	1,44	1,72

Quelle: Hypoport, LBBW Research

Anhang-1

1/2

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

LBBW Research Rating-Systematik (absolutes Aktienrating-System)

Aktienrating-Definitionen:

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.

Prozentuale Verteilung aller aktuellen Aktienratings der LBBW

Kaufen:	50,7%
Verkaufen:	6,3%
Halten:	40,7%
Unter Beobachtung:	1,8%
Ausgesetzt:	0,5%

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.

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

Anhang-1

2/2

Kurs- und Empfehlungs-Historie Hypoport am 24.11.2010

