

Company Flash

Hypoport

Company Update: Strategische Fortschritte im Zahlenwerk noch nicht sichtbar

UNTERNEHMEN



HYPOPORT
THE FINANCE INTEGRATOR

RATING
HALTEN (UNVERÄNDERT)

KURSZIEL
7 EUR (UNTER BEOBACHTUNG)

HIGHLIGHTS

- Hohe Abhängigkeit von Immobilienfinanzierungen belastet Umsatzentwicklung während der Finanzkrise
- Wir kürzen unsere EPS signifikant
- Kursziel auf 7,00 (11,00) EUR reduziert

Strategische Markterschließung: Hypoport hat sowohl mit dem Ostdeutschen Sparkassenverband als auch mit dem Genossenschaftsverband einen gemeinsamen Finanzmarktplatz gegründet. Die Mitglieder der jeweiligen Verbände können ihre Finanzprodukte über die EUROPACE-Technologie fremden Vertrieben anbieten. Damit vermittelt EUROPACE von allen drei Bankensäulen Finanzprodukte.

Das schwierige Marktumfeld belastet weiterhin die Umsatzentwicklung von Hypoport. Dies gilt insbesondere für die Vermittlung von privaten Immobilienfinanzierungen, dem mit Abstand wichtigsten Produkt für den Finanzdienstleister. Zusätzlich belasten die Aufwendungen in die strategische Markterschließung die Ergebnisse, die erst in Zukunft die Ertragskraft stärken.

Gewinnschätzungen reduziert: Nach dem schwachen Q1/10 (EBT: -1,3 Mio. EUR) dürften die zukünftigen Quartalsergebnisse von Hypoport wieder besser ausfallen. Dennoch rechnen wir für 2010 mit einem Verlust. In den nächsten Jahren sollten ein zunehmend normalisiertes Marktumfeld sowie die strategischen Wachstumsinitiativen wieder zu steigenden Umsätzen führen. Allerdings kalkulieren wir nicht mehr mit zweistelligen Wachstumsraten p.a. und reduzieren unsere EPS entsprechend deutlich: **2010e: -0,08 EUR** (0,60 EUR) – **2011e: 0,03 EUR** (0,92 EUR) – **2012e: 0,29 EUR** (neu).

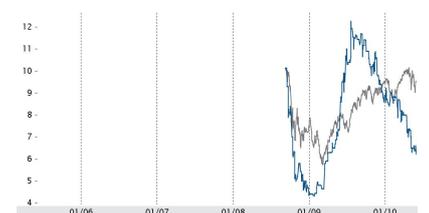
Empfehlung: Auf Grund der gesenkten Gewinnschätzungen reduzieren wir unser Kursziel auf 7,00 von 11,00 EUR. Nach dem deutlichen Kursrückgang bleiben wir bei unserer Empfehlung „Halten“. Zwar sehen wir Fortschritte in der Strategie von Hypoport, die in einem normalisierten Marktumfeld ein dynamischeres Ergebniswachstum ermöglichen sollten. Allerdings deuten gegenwärtig kaum Anzeichen auf eine grundlegende Markterholung hin.

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

Aktueller Kurs (XETRA (Germany); 31.05.10; 17:09 h)	6,22 EUR
SCHLUSSKURS (31.05.2010):	6,22 EUR
ERWARTETE PERFORMANCE:	13%
MARKTKAPITALISIERUNG:	37,90 Mio. EUR
ENTERPRISE VALUE:	48,31 Mio. EUR
ANZAHL AKTIEN:	6,09 Mio.
FREE FLOAT:	36,0 %
INDEX (GEWICHTUNG):	PRIME ALL SHARE (n.a.)
DURCH. HANDELSVOL.:	1.381
ISIN:	DE0005493365
SEKTOR:	Finanzdienstleister

KENNZAHLEN (31.12.)	2009	2010E	2011E
Umsatz (Mio. EUR)	50,5	52,9	56,1
EBITDA (Mio. EUR)	4,9	4,6	5,6
EBIT (Mio. EUR)	1,2	0,2	1,1
Nettoerg. (Mio. EUR)	-0,3	-0,5	0,2
FCF (Mio. EUR)	1,5	-3,3	-1,9
FCF Rendite	2,8 %	-8,7 %	-5,0 %
EPS (EUR)	0,10	-0,08	0,03
DPS (EUR)	0,00	0,00	0,00
EV / Umsatz (x)	1,3	0,9	0,9
EV / EBITDA (x)	13,0	10,5	8,6
EV / EBIT (x)	52,6	241,6	42,0
KGV (x)	89,0	n.m.	207,3
KBV (x)	2,30	1,64	1,63
Dividendenrendite	0,0 %	0,0 %	0,0 %

KURSENTWICKLUNG



Quelle: Hypoport, LBBW Research, Thomson Reuters

KALENDER

04.06.10	Hauptversammlung
----------	------------------



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	56,8	52,9	-6,9%	63,2	56,1	-11,2%	n.a.	60,8	n.a.
EBITDA	9,0	4,6	-48,9%	10,4	5,6	-46,2%	n.a.	8,1	n.a.
EBIT	5,2	0,2	-96,2%	6,5	1,1	-83,1%	n.a.	3,5	n.a.
EBT	4,3	-0,7	-116,3%	5,6	0,2	-96,4%	n.a.	2,6	n.a.
Ergebnis nach Steuern	3,2	-0,5	-115,6%	4,1	0,2	-95,1%	n.a.	1,8	n.a.
Nettoerg.	3,2	-0,5	-115,6%	4,1	0,2	-95,1%	n.a.	1,8	n.a.
Je Aktie (EUR)									
EPS	0,60	-0,08	-113,3%	0,92	0,03	-96,7%	n.a.	0,29	n.a.
Cash Flow pro Aktie	0,09	-0,54	-700,0%	0,33	-0,31	-193,9%	n.a.	0,02	n.a.
DPS	0,00	0,00	n.a.	0,00	0,00	n.a.	n.a.	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	52,9	56,1	60,8
EBITDA	6,5	8,7	8,1	4,9	4,6	5,6	8,1
EBIT	4,6	6,2	5,0	1,2	0,2	1,1	3,5
EBT	4,0	5,4	4,1	0,2	-0,7	0,2	2,6
Nettoerg.	4,1	4,3	-0,3	-0,3	-0,5	0,2	1,8
EPS	0,65	0,70	-0,05	0,10	-0,08	0,03	0,29
Wachstumsrate yoy							
Umsatz		54,8 %	29,5 %	-4,3 %	4,8 %	6,0 %	8,4 %
EBITDA		33,9 %	-7,4 %	-39,6 %	-5,9 %	22,8 %	43,4 %
EBIT		32,8 %	-18,9 %	-75,8 %	-83,5 %	475,0 %	204,3 %
EBT		35,7 %	-23,7 %	-94,1 %	-385,7 %	n.m.	940,0 %
Nettoerg.		4,0 %	n.m.	n.m.	n.m.	n.m.	928,6 %
EPS		7,7 %	n.m.	n.m.	n.m.	n.m.	866,7 %
Umsatzmargen							
EBITDA	24,8 %	21,5 %	15,4 %	9,7 %	8,7 %	10,1 %	13,3 %
EBIT	17,7 %	15,1 %	9,5 %	2,4 %	0,4 %	2,0 %	5,8 %
EBT	15,2 %	13,3 %	7,9 %	0,5 %	-1,3 %	0,4 %	4,3 %
Nettoerg.	15,6 %	10,5 %	-0,5 %	-0,6 %	-0,9 %	0,3 %	3,0 %
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	11,6	13,2	14,7
Sachanlagen	1,3	1,5	2,0	1,8	2,3	2,6	2,9
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	5,8	5,9	5,8
Liquide Mittel	3,2	3,2	7,5	7,2	4,1	2,5	3,4
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	23,4	23,5	25,3
Anteile anderer Gesellschafter	0,0	0,0	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2
Nettoverschuldung / (Nettoliquidität) GJ-Ende	8,3	9,2	12,0	9,5	13,0	15,0	14,9
Kapitalflussrechnung (Mio. EUR)							
Nettoerg.	4,1	4,3	-0,3	-0,3	-0,5	0,2	1,8
Abschreibungen	1,9	2,6	3,1	3,7	4,4	4,5	4,6
Veränderung Working Capital	-0,1	-2,0	-0,9	3,2	-0,4	-0,1	0,1
Operativer Cash-flow	5,1	4,2	3,5	6,5	3,5	4,6	6,5
Investitionen in das Sachanlagevermögen	-1,2	-1,1	-1,3	-0,3	-1,4	-1,3	-1,3
FCF	1,1	-0,6	-2,1	1,5	-3,3	-1,9	0,1
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	-3,3	-1,6	0,9
Bewertungskennzahlen							
EV / Umsatz	n.a.	n.a.	0,7	1,3	0,9	0,9	0,8
EV / EBITDA	n.a.	n.a.	4,6	13,0	10,5	8,6	6,0
EV / EBIT	n.a.	n.a.	7,5	52,6	241,6	42,0	13,8
KGV	n.a.	n.a.	-87,2	89,0	-77,8	207,3	21,4
KBV	n.a.	n.a.	1,1	2,3	1,6	1,6	1,5
Return on Equity (in %)	21,8 %	28,1 %	12,9 %	-1,3 %	-2,1 %	0,7 %	7,1 %
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 %	-8,7 %	-5,0 %	0,3 %
Bilanzkennzahlen							
Nettoverschuldung zu EBITDA	1,3	1,1	1,5	1,9	2,8	2,7	1,8
Verschuldungsgrad (in %)	43,9 %	40,2 %	49,7 %	39,7 %	55,5 %	63,6 %	58,7 %
Zinsdeckung (EBIT/Zinsaufwand)	7,0	7,5	5,1	1,1	0,2	1,1	3,5

Quelle: Hypoport, LBBW Research

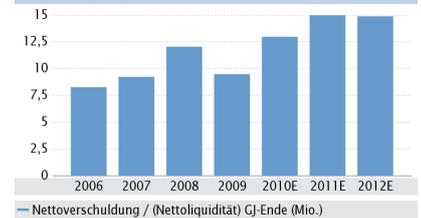
GUIDANCE - HYPOPORT

Moderates Umsatzwachstum bei Ergebnissen auf dem Niveau von 2009.

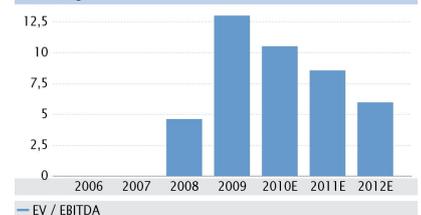
Ergebniskennzahlen



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

Robert Mazzuoli, CFA, Investmentanalyst
+49 711 127-42767, robert.mazzuoli@lbbw.de

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

Arne Menzel, Investmentanalyst
+49 711 127-42699, arne.menzel@lbbw.de

Investment Case

Zusammenfassung

Hypoport

Unsere Empfehlung für Hypoport lautet Halten mit Kursziel 7,00 EUR. Der Finanzdienstleister hat in der jüngsten Vergangenheit die Voraussetzungen für zukünftiges Wachstum geschaffen. 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. Allerdings belasten die Schwächung einiger großer Produktgeber durch das schwierige Marktumfeld sowie die Investitionen in die EUROPACE-Plattform die operativen Ergebnisse von Hypoport.

Earnings Summary: Nach dem enttäuschenden Auftakt in Q1/10 erwarten wir auch für das Gesamtjahr 2010 ein negatives Ergebnis für Hypoport und reduzieren das EPS auf -0,08 EUR (0,60 EUR). Unsere bisherige Prognose eines prozentual zweistelligen Umsatzwachstums für die nächsten Jahre haben wir in den Bereich von 5 bis 8% revidiert, da wir nur von einer allmählichen Entspannung der schwierigen Marktbedingungen ausgehen. Das EPS 2011 reduzieren wir auf 0,03 EUR (0,92). Erstmals schätzen wir für 2012 ein EPS von 0,29 EUR. Der erwartete Ergebnisswing basiert auf den strategischen Initiativen von Hypoport, die bis dahin stärker zum Tragen kommen sollten sowie auf geringeren Aufwendungen für die technische Weiterentwicklung der EUROPACE Plattform.

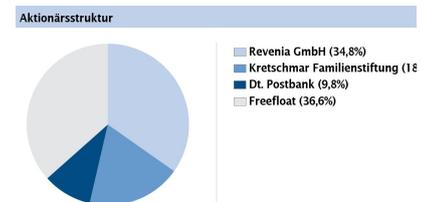
Valuation Summary: Für die Bewertung ziehen wir unser DCF-Modell heran. Nach der deutlichen Reduzierung unserer EPS-Schätzung ermitteln wir einen fairen Wert von rund 7 EUR für die Aktie von Hypoport.

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



Quelle: LBBW Research

Aktuelle Geschäftsentwicklung

Kernthemen

Hypoport

Schwacher Start in 2010

Der Hypoport-Konzern enttäuschte in Q1/10 mit einem Umsatzrückgang von 4% auf 12,1 Mio. EUR und einem operativen Verlust von 1,1 Mio. EUR. Ursache waren das anhaltend schwierige Marktumfeld wegen der geringeren Nachfrage nach privaten Immobilienfinanzierungen sowie höhere Vertriebskosten. Letztere spiegeln den härteren Wettbewerb sowie höhere Einkaufskosten für Leads (Datensätze potenzieller Kunden, die über das Internet Interesse an Finanzprodukten bekunden) wider.

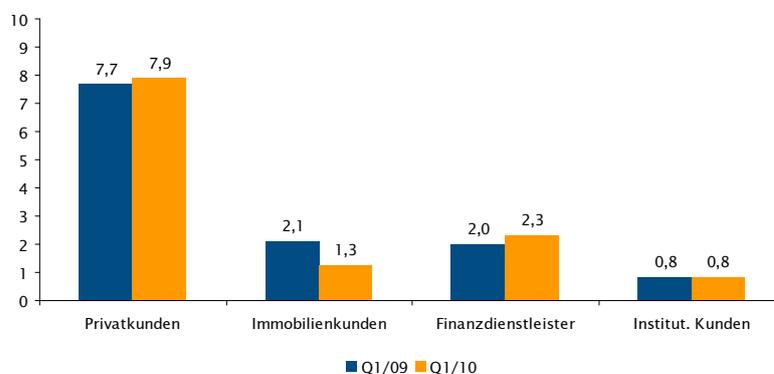
Das Segment Privatkunden konnte seinen Umsatz leicht um 2% auf 7,9 Mio. EUR verbessern, obwohl die Zahl generierter Kundenanfragen nach Finanzprodukten (Leads) in Q1 um 23% auf 1,3 Millionen sank. Der höhere Umsatz basierte auf der gestiegenen Anzahl der Vertriebspartner. Dennoch sank das EBIT wegen höherer Vertriebskosten deutlich auf 0,1 Mio. EUR (Q1/09: 0,7 Mio. EUR).

Der Bereich Finanzdienstleister weitete seinen operativen Verlust auf -1,3 von -0,6 Mio. EUR trotz höherer Umsätze (+15% auf 2,3 Mio. EUR) aus. Verantwortlich hierfür waren neben höheren Vertriebskosten der zweistellige Rückgang abgewickelter Immobilienfinanzierungen (-12,5% auf 2,4 Mrd. EUR) auf der EUROPACE-Plattform. Dieser konnte durch das höhere Transaktionsvolumen bei Privatkrediten (+20% auf 361 Mio. EUR) und Bausparprodukten (+555% auf 203 Mio. EUR) nicht kompensiert werden. Allerdings verbesserte sich die durchschnittliche Marge um 1,2 auf insgesamt 7,6 Basispunkte auf der Plattform. Zum Verlust beigetragen haben auch die Investitionen in die EUROPACE-Plattform von 1,7 Mio. EUR, wovon lediglich 1,3 Mio. EUR aktiviert werden konnten.

Innerhalb der kleineren Geschäftsbereiche konnte lediglich Institutionelle Kunden beim Umsatz und Ergebnis das Niveau des Vorjahresquartals halten. Dagegen verzeichnete Immobilienfirmenkunden deutliche Rückgänge beim Umsatz (-41% auf 1,25 Mio. EUR) und EBIT (-77% auf 0,3 Mio. EUR). Ursache war das Fehlen großvolumiger Abschlüsse gegenüber dem Vorjahr.

Schwieriges Marktumfeld

HYPOPORT - Umsatz nach Segmenten (Mio. EUR)



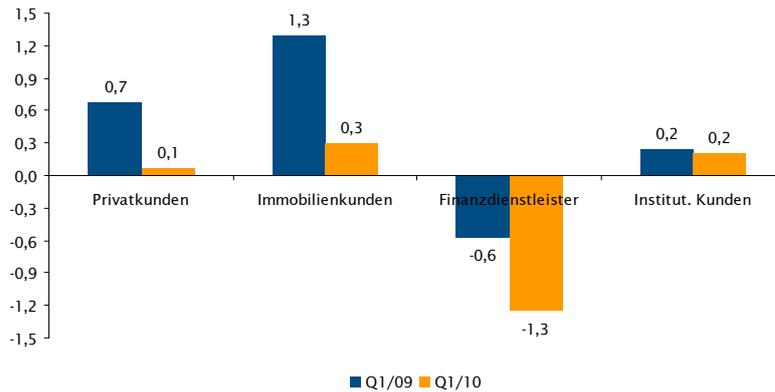
[Quelle]: Hypoport, LBBW Research

Aktuelle Geschäftsentwicklung

Kernthemen

Hypoport

HYPOPORT - EBIT nach Segmenten (Mio. EUR)



[Quelle]: Hypoport, LBBW Research

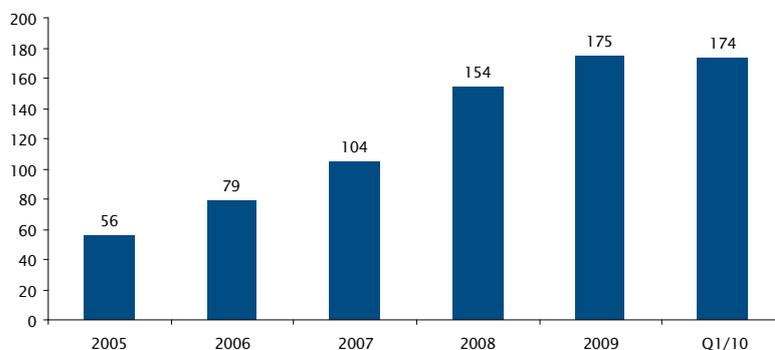
Investitionen in zukünftiges Wachstum

Trotz anhaltender Finanzkrise investiert Hypoport in den weiteren Ausbau des Geschäftsmodells, um in Zukunft von den langfristigen Wachstumstrends im Finanzsektor zu profitieren. Hierzu gehören insbesondere die steigende Akzeptanz des Internets als effizientes Informations-, Kommunikations- und Transaktionsmedium sowie der wachsende Bedarf an privater Altersvorsorge. Folglich fokussiert sich Hypoport auf den Ausbau des Filial- und Maklervertriebs sowie der EUROPACE-Plattform.

Das Filialnetz wird relativ schnell und kostengünstig über ein Franchisesystem ausgebaut und besteht mittlerweile aus 174 Filialen mit 457 Beratern. Von Vorteil ist, dass die Filialleiter nicht auf die Akquisition von Neukunden angewiesen sind, sondern sie bekommen gegen Gebühr Kunden zugeteilt, die über das Internetportal von Dr. Klein Beratungsbedarf angemeldet haben (Leads). Hypoport strebt einen deutlichen Ausbau von Filial- und Maklervertrieb an, um die regionale Präsenz von Dr. Klein zu erhöhen.

Ausbau des Filial- und Maklervertriebs

HYPOPORT - Filialen von Franchisenehmern



Quelle: Hypoport, LBBW Research

Aktuelle Geschäftsentwicklung

Kernthemen

Hypoport

Beim Ausbau der EUROPACE-Plattform hat Hypoport ebenfalls Fortschritte gemacht. Nachdem in 2008 mit der Gründung der GENOPACE GmbH (Transaktionsvolumen 2009: 0,5 Mrd. EUR mit derzeit 40 angeschlossenen Genossenschaftsbanken) die effiziente EUROPACE-Technologie dem genossenschaftlichen Finanzverbund zur Verfügung gestellt wurde, folgte im letzten Jahr der Ostdeutsche Sparkassenverband (OSV).

Hypoport hat mit dem OSV (49 Sparkassen) ein Joint Venture (FINMAS) gegründet, um deren Sparkassen den Zugang zum B2B Finanzmarktplatz und damit einer Vielzahl von Partnern zu verschaffen. Bislang sind 10 Sparkassen an die Plattform angebunden, von denen 5 bereits Geschäft machen. Bis Ende 2011 sollen 80% der OSV-Sparkassen Zugang zur Plattform erhalten. Zukünftig wird FINMAS das komplette Vermittlergeschäft der angebundenen Sparkassen abwickeln und damit mittelfristig zu einem Transaktionsvolumen im dreistelligen Millionenbereich beitragen.

Bei einem gesamten Vermittlungsvolumen von 12,9 Mrd. EUR auf der EUROPACE-Plattform in 2009 relativiert sich der Wachstumsbeitrag allerdings auf geschätzte 1 bis 2% für die Plattform. Allerdings sind mit dem OSV die Wachstumsperspektiven für Hypoport längst noch nicht abgeschlossen, sondern der Finanzdienstleister befindet sich mit weiteren Regionalverbänden aus dem Sparkassenlager in Verhandlungen.

Insgesamt erstreckt sich das weitere Entwicklungspotenzial der EUROPACE-Plattform auf die folgenden Dimensionen:

- **Volumenwachstum:** durch neue Produkthanbieter und Broker auf der Plattform
- **Internationalisierung:** Neben den Niederlanden die EUROPACE-Plattform auf weitere Auslandsmärkte ausdehnen.

Die Umsetzung dieser strategischen Entwicklungsmaßnahmen erstreckt sich auf einen Zeitraum von mehreren Jahren. Beispielsweise wird Hypoport zunächst versuchen, neue Partner für die EUROPACE-Plattform zu gewinnen und das defizitäre Geschäft in den Niederlanden profitabel zu gestalten, bevor man den Eintritt in neue Auslandsmärkte wagt. Dennoch wird deutlich, dass das Wachstumspotenzial der EUROPACE-Plattform noch längst nicht ausgeschöpft ist. Die nachfolgende Graphik gibt einen Überblick der fünf großen Expansionsprojekte zur Marktdurchdringung von Hypoport. Der Investitionsbedarf von jährlich 5 bis 7 Mio. EUR ist weitgehend aus dem laufenden Cash Flow finanzierbar, so dass keine Kapitalerhöhung zu erwarten ist.

EUROPACE schafft Einstieg in alle drei Banksäulen

Verhandlungen mit weiteren Regionalverbänden

CAPEX aus Cash Flow finanzierbar

Aktuelle Geschäftsentwicklung

Kernthemen

Hypoport

Entwicklungsrichtungen des EUROPACE-Marktplatzes



Quelle: Hypoport, LBBW Research

Finanzkennzahlen

Gewinnperspektiven

Hypoport

Marktumfeld verbessert sich nur zögerlich – EPS gesenkt

Wegen der Finanzkrise hat sich Hypoport vorerst vom geplanten zweistelligen Wachstum verabschiedet und rechnet bis 2011 nur noch mit moderat steigenden Umsätzen bei Ergebnissen auf dem Niveau von 2009. Wir kalkulieren bis 2012 mit einem jährlichen Umsatzwachstum zwischen 5 und 8%, das vordergründig aus den strategischen Wachstumsinitiativen von Hypoport resultieren dürfte. Eine generell steigende Nachfrage nach Finanzdienstleistungen erwarten wir vorerst nicht, wenngleich die für Hypoport wichtigen Immobilienfinanzierungen auf Grund des günstigen Zinsniveaus anspringen dürften. Ab 2012 sollten sich in einem bis dahin normalisierten Marktumfeld die Rahmenbedingungen für Finanzdienstleister wieder aufhellen.

Die Ergebnisse dürften auch in 2010 und 2011 von den anstehenden Investitionen in die EUROPACE-Plattform belastet werden, die wir auf jährlich 6,5 Mio. EUR schätzen. Zwar werden die auf die Softwareentwicklung entfallenden anteiligen Personal- und Sachkosten aktiviert, die den Großteil ausmachen. Dennoch fließt rund ein Drittel der Entwicklungskosten direkt in die Aufwandspositionen. Damit sehen wir das operative Ergebnis von Hypoport im laufenden Jahr in der Nähe der Nulllinie, während wir den Turnaround beim Nettoergebnis erst 2011 erwarten. Ab 2012 rechnen wir mit einem kontinuierlichen Aufwärtstrend beim Umsatz und Ergebnis, wobei die von uns für 2012 kalkulierte EBIT-Marge von rund 6% noch deutlich unter dem Potenzial des Geschäftsmodells liegt, das mittelfristig zweistellige Margen ermöglichen sollte.

**Vorerst kein zweistelliges
Umsatzwachstum**

Investitionen belasten

Umsatz- und Ergebnisprognose

Mio. EUR	2010e		2011e		2012e
	Alt	Neu	Alt	Neu	
Umsatz	56,8	52,9	63,2	56,1	60,8
Delta yoy	12,5%	4,8%	11,3%	6,0%	8,4%
EBITDA	9,0	4,6	10,4	5,7	8,1
Marge	15,8%	8,7%	16,5%	10,1%	13,3%
EBIT	1,2	0,2	5,2	1,2	3,5
Marge	2,1%	0,4%	8,2%	2,0%	5,8%
Nettoergebnis	3,2	-0,5	4,1	0,2	1,8
Marge	5,6%	-0,9%	6,5%	0,3%	3,0%
Ergebnis je Aktie (in EUR)	0,60	-0,08	0,92	0,03	0,29

Quelle: LBBW Research

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 7,06 EUR für die Aktie. Folglich sehen wir trotz des deutlichen Kurseinbruchs der letzten Wochen zunächst nur moderates Aufwärtspotenzial für die Aktie, so dass wir unsere Empfehlung "Halten" bestätigen.

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 1,5%. Der WACC liegt bei 8,6% und die weiteren Rahmendaten betragen für die Risikoprämie 5,8% sowie der Wert für die risikolose Verzinsung der 10-jährigen Bundesanleihe 3,0%. Aus den Annahmen errechnet sich ein fairer Wert von rund 7,00 EUR für die Aktie von Hypoport.

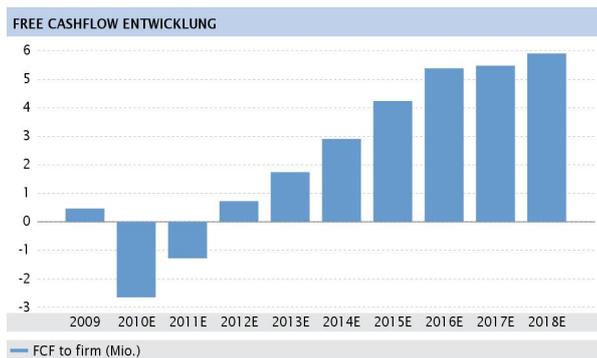
Bewertung DCF-Modell

Hypoport

ANNAHMEN		STEADY STATE	
Risikofreier Zinssatz	3,0 %	Steady State Jahr	2018
Risikoprämie	5,8 %	Wachstum Terminal Value	1,5 %
Beta	1,1	EBIT-Marge	12,5 %
Eigenkapitalkosten	9,4 %	Abschreibungsquote	6,0 %
Fremdkapitalkosten	4,0 %	Investitionsquote	8,2 %
Eigenkapitalquote (Ziel)	85,0 %	Net Working Capital-Quote	9,0 %
WACC (in %)	8,6 %	CAGR Umsatz 2009 bis 2018	6,9 %

FREE CASHFLOW (Mio. EUR)	2009	2010E	2011E	2012E	2013E	2014E	2015E	2016E	2017E	2018E
Umsatz	50,5	52,9	56,1	60,8	66,0	71,2	76,2	81,6	86,5	91,7
Wachstum yoy		4,8 %	6,0 %	8,4 %	8,5 %	8,0 %	7,0 %	7,0 %	6,0 %	6,0 %
EBIT vor Goodwill	1,2	0,2	1,1	3,5	5,6	7,5	9,1	10,6	10,8	11,5
EBIT-Marge	2,4 %	0,4 %	2,0 %	5,8 %	8,5 %	10,5 %	12,0 %	13,0 %	12,5 %	12,5 %
- Steuern auf das EBIT	2,7	0,1	0,3	1,1	1,5	2,0	2,5	2,9	2,9	3,1
Steuerquote	222,9 %	28,6 %	30,0 %	30,8 %	27,0 %	27,0 %	27,0 %	27,0 %	27,0 %	27,0 %
= NOPAT	-1,5	0,1	0,8	2,4	4,1	5,5	6,7	7,7	7,9	8,4
+ Abschreibungen	3,7	4,4	4,5	4,6	4,7	4,9	5,0	5,2	5,3	5,5
Abschreibungsquote	7,3 %	8,3 %	8,0 %	7,6 %	7,2 %	6,9 %	6,6 %	6,4 %	6,1 %	6,0 %
- Investitionen (CAPEX)	5,0	6,8	6,5	6,4	6,7	7,0	7,2	7,3	7,4	7,5
in % vom Umsatz	10,0 %	12,9 %	11,6 %	10,5 %	10,1 %	9,8 %	9,4 %	9,0 %	8,6 %	8,2 %
NWC	5,4	5,8	5,9	5,8	6,3	6,8	7,2	7,5	7,8	8,2
in % vom Umsatz	10,6 %	10,9 %	10,4 %	9,5 %	9,5 %	9,5 %	9,4 %	9,2 %	9,0 %	9,0 %
delta NWC		0,4	0,1	-0,1	0,5	0,5	0,4	0,3	0,3	0,5
Rückstellungen	0,0	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,2	0,3	0,3	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	-2,6	-1,3	0,7	1,7	2,9	4,2	5,4	5,5	5,9
in % vom Umsatz	0,9 %	-5,0 %	-2,3 %	1,2 %	2,6 %	4,1 %	5,6 %	6,6 %	6,3 %	6,4 %
Discounted free cashflow	n.a.	-2,5	-1,1	0,6	1,3	2,0	2,7	3,1	2,9	2,9

Wert je Aktie (Mio. EUR)	
Barwert Free Cash-flow Planungsjahre	9,0
+ Barwert Terminal Value	44,6
= Enterprise Value	53,6
Anteil des Terminal Value am Enterprise Value	83,3 %
- Nettofinanzverschuldung	11,6
- Anteile Dritter	0,2
- Pensionsrückstellungen	0,0
+ Nicht betriebsnotwendiges Vermögen	0,0
+ Sonstige	1,4
= Marktkapitalisierung	43,2
/ Anzahl Aktien (Mio.)	6,13
= Wert je Aktie (EUR)	7,06



Anhang

Finanzkennzahlen: Gewinn- und Verlustrechnung

Hypoport

GEWINN- UND VERLUSTRECHNUNG (Mio. EUR)	2008	2009	2010e	2011e	2012e	CAGR 08-12E
Umsatz	52,7	50,5	52,9	56,1	60,8	
Wachstum yoy		-4,3 %	4,8 %	6,0 %	8,4 %	3,64 %
Vertriebskosten	-18,5	-18,5	-20,0	-21,7	-23,2	
Rohrertrag	34,2	32,0	32,9	34,4	37,6	
Wachstum yoy		-6,4 %	2,8 %	4,6 %	9,3 %	2,40 %
Aktiviertete Eigenleistungen	3,8	4,6	4,7	4,5	4,4	
Sonstige betriebliche Erträge	0,8	1,0	1,0	1,1	1,1	
Personalaufwand	-20,2	-21,7	-23,0	-23,1	-23,4	
Sonstige betriebliche Aufwendungen	-10,5	-11,0	-11,0	-11,2	-11,6	
EBITDA	8,1	4,9	4,6	5,6	8,1	
Wachstum yoy		-39,6 %	-5,9 %	22,8 %	43,4 %	0,01 %
Marge	15,4 %	9,7 %	8,7 %	10,1 %	13,3 %	
Abschreibungen	-4,6	-3,7	-4,4	-4,5	-4,6	
EBIT	5,0	1,2	0,2	1,1	3,5	
Wachstum yoy		-75,8 %	-83,5 %	475,0 %	204,3 %	-8,52 %
Marge	9,5 %	2,4 %	0,4 %	2,0 %	5,8 %	
Finanzergebnis	-0,9	-1,0	-0,9	-0,9	-0,9	
EBT	4,1	0,2	-0,7	0,2	2,6	
Wachstum yoy		-94,1 %	-385,7 %	n.m.	940,0 %	-10,96 %
Ertragsteuern	-1,0	-0,5	0,2	-0,1	-0,8	
Ertragsteuersatz	-24,8 %	-222,9 %	-28,6 %	-30,0 %	-30,8 %	
Ergebnis aus fortgeführten Aktivitäten	3,1	-0,3	-0,5	0,2	1,8	
Ergebnis nicht fortgeführtes Geschäft	-3,4	0,0	0,0	0,0	n.a.	
Minderheiten	n.a.	0,0	0,0	0,0	n.a.	
Nettoergebnis	-0,3	-0,3	-0,5	0,2	1,8	
Wachstum yoy		-109,7 %	n.m.	n.m.	928,6 %	
Marge	5,9 %	-0,6 %	-0,9 %	0,3 %	3,0 %	
Gewinn je Aktie	-0,05	0,10	-0,08	0,03	0,29	
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	54,8	55,8	58,1	62,0
Geschäfts- oder Firmenwert	14,8	14,8	14,8	14,8	14,8
Aktivierete Entwicklungskosten	7,8	9,8	11,6	13,2	14,7
Sachanlagen	2,0	1,8	2,3	2,6	2,9
Sonstige Finanzanlagen	1,4	0,4	0,6	0,7	0,7
Aktive latente Steuern	0,7	0,7	0,7	0,7	0,7
Sonstiges Anlagevermögen	1,4	1,0	1,1	1,2	1,2
Anlagevermögen	28,1	28,5	31,1	33,2	35,0
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	0,1	0,1	0,1
Liquide Mittel	7,5	7,2	4,1	2,5	3,4
Umlaufvermögen	27,8	26,3	24,8	25,0	27,1
Summe Passiva	55,9	54,8	55,8	58,1	62,0
Grundkapital	6,1	6,1	6,1	6,1	6,1
Kapitalrücklagen	1,7	1,8	1,8	1,8	1,8
Gewinnrücklagen	16,2	15,8	15,3	15,4	17,2
Sonstige Veränderungen im Eigenkapital	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Eigenkapital	24,2	23,9	23,4	23,5	25,3
Finanzverbindlichkeiten	19,9	17,2	17,7	18,4	18,9
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	0,4	0,4	0,4
Langfristige Verbindlichkeiten	20,5	17,6	18,1	18,8	19,3
Verbindlichkeiten aus Lief. und Leistungen	4,9	5,7	6,0	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	0,2	0,2	0,2
Kurzfristige Finanzverbindlichkeiten	1,3	1,7	2,0	2,3	2,6
Kurzfristige Verbindlichkeiten	11,1	13,3	14,4	15,8	17,4

Quelle: Hypoport, LBBW Research

Anhang

Finanzkennzahlen: Kapitalflussrechnung

Hypoport

KAPITALFLUSSRECHNUNG (Mio. EUR)	2008	2009	2010e	2011e	2012e
Ergebnis nach Steuern	3,1	-0,3	-0,5	0,2	1,8
Abschreibungen	3,1	3,7	4,4	4,5	4,6
Veränderungen der langfristigen Rückstellungen	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Veränderung Working Capital	-0,9	3,2	-0,4	-0,1	0,1
Sonstige Veränderungen (operativer Cashflow)	-1,8	0,0	0,0	0,0	0,0
Operativer Cash-flow	3,5	6,5	3,5	4,6	6,5
Wachstum yoy		85,3 %	-46,3 %	30,8 %	41,6 %
Investitionen in das Anlagevermögen	-5,7	-5,0	-6,8	-6,5	-6,4
Abgänge/Desinvestitionen	0,0	0,1	0,1	0,2	0,3
Sonstige Veränderungen invest. Cash-flow	-0,7	-0,7	-1,0	-0,8	-0,3
Cash-flow aus Investitionstätigkeit	-6,4	-5,6	-7,7	-7,1	-6,4
Wachstum yoy		n.m.	n.m.	n.m.	n.m.
Mittelabfluss/-zufluss aus Kapitalmaßnahmen	0,3	0,1	0,0	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	0,9	0,9	0,8
Wachstum yoy		n.m.	n.m.	5,7 %	-13,0 %
Veränderung in den liquiden Mitteln	4,3	-0,2	-3,3	-1,6	0,9
Liquide Mittel am Periodenbeginn	3,1	7,5	7,2	3,9	2,3
Liquide Mittel am Periodenende	7,5	7,2	3,9	2,3	3,2
Freier Cash-flow	-2,1	1,5	-3,3	-1,9	0,1

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:	53,6%
Verkaufen:	10,9%
Halten:	34,3%
Unter Beobachtung:	0,0%
Ausgesetzt:	1,3%

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 01.06.2010

