

Hypoport AG

Empfehlung: **Kaufen**

Kursziel: **14,50 Euro**

Potenzial: **+53 Prozent**

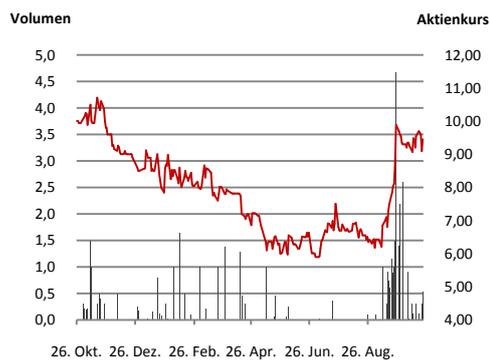
Tickerdaten

Kurs	9,47 Euro (Xetra)
ISIN	DE0005493365
WKN	549336
Ticker	HYQ
Segment	Prime Standard
Branche	Software/Finanzen

Analyse

Publikationsdatum	25. Oktober 2010
Publikationsform	Erststudie

Kursentwicklung



Source: Capital IQ

Werte

Marktkapitalisierung	58,5 Mio. Euro
Enterprise Value	71,0 Mio. Euro
Buchwert	24,0 Mio. Euro
Liquide Mittel	7,2 Mio. Euro

Aktie

Aktienanzahl	6,18 Mio.
High / Low (in Euro)	10,71 / 5,92
ØHandelsvol. (Stück)	670
Aktionäre	Revenia GmbH: 34,85%
	Kretschmar Familienstiftung: 18,63%
	Deutsche Postbank: 9,71%
	Streubesitz: 36,82%

Termine

Bericht Q3/2010	8. November 2010
Analystenkonferenz	22. November 2010

Skalierbares Geschäftsmodell mit Wachstumspotenzial

Hypoport ist ein Finanzdienstleister mit großer Kompetenz in der Softwareentwicklung. Das Geschäftsmodell besteht aus dem internetorientierten Vertrieb von Finanzprodukten sowie der Bereitstellung eines B2B-Finanzmarktplatzes (EUROPACE) für die Vermittlung von Finanzprodukten über das Internet.

Das Unternehmen weist eine **hohe Qualität im Wettbewerb** auf:

Hypoport verfügt über eine breite Kundenbasis, darunter die Kunden von 500 Beratern in eigenen Filialen, über 1.000 unabhängige Finanzberater, mehrere tausend Berater großer Finanzvertriebe, ca. 500 Immobilienunternehmen sowie weitere Institutionelle Kunden.

Mit EUROPACE stellt Hypoport den führenden Marktplatz zur Kommunikation zwischen Geschäftspartnern und zur Abwicklung der Vermittlungsprozesse via Internet bereit.

In 2009 litt das Unternehmen unter den **schwierigen Marktbedingungen** und einer starken Abhängigkeit von den Privatbanken. Diese haben im Bereich der Immobilienfinanzierung aufgrund einer zurückhaltenden Kreditpolitik Marktanteile an genossenschaftliche Banken und Sparkassen verloren. Zukünftig dürfte Hypoport wieder auf den Wachstumspfad zurückkehren:

Mit GENOPACE und Finmas wurden Volks- und Raiffeisenbanken sowie Sparkassen an die B2B-Plattform von Hypoport angeschlossen. Hier wächst Hypoport aufgrund der offensichtlichen Vorteile des softwarebasierten Vertriebsvorgangs sowie seines technologischen Vorsprungs rasant. Im Bereich Allfinanzvertrieb profitiert Hypoport von einem zunehmenden Größenvorteil, da das ansteigende Volumen die Attraktivität für den Vertrieb steigert. In den nächsten Jahren sollte es Hypoport gelingen, **im zweistelligen Bereich zu wachsen** und dabei aufgrund der **Skalierbarkeit des Geschäftsmodells** das Ergebnis überproportional zu steigern.

Mit den zuletzt veröffentlichten Q2-Zahlen hat Hypoport die **Ertragsstärke des Geschäftsmodells bereits angedeutet**: Bei einem Quartalsumsatz in Höhe von 15,95 Mio. Euro konnte ein Nettoergebnis in Höhe von knapp 1,3 Mio. Euro erzielt werden. Mit den Q3-Zahlen, die am 08. November berichtet werden, sollte Hypoport an die positive Entwicklung anknüpfen können.

Das aktuelle Bewertungsniveau spiegelt die Wettbewerbsqualität und die sich hieraus ableitenden Wachstumsperspektiven des Unternehmens nicht wider. Der erwartete, positive Newsflow sollte das Sentiment für die Aktie von Hypoport positiv beeinflussen und so dazu beitragen, dass sich die Bewertungslücke schließt. Der **faire Wert** (basierend auf einem DCF-Modell) der Aktie beträgt **14,50 Euro**, das Upside-Potenzial beträgt folglich rund 53%. Wir empfehlen den **Kauf der Hypoport-Aktie**.

	2008	2009	2010e	2011e	2012e
Kennzahlen je Aktie in EUR, andere Angaben in Mio. EUR, Kurs: 9,47					
Umsatz	52,7	50,5	59,7	67,4	73,1
Aktiviert Eigenleistung	3,8	4,6	6,2	6,1	5,8
EBITDA	8,1	4,9	7,8	10,3	12,2
EBITDA-Marge	15,3%	9,7%	13,1%	15,2%	16,7%
EBIT	5,0	1,2	3,2	5,4	7,1
EBIT-Marge	9,4%	2,4%	5,3%	8,0%	9,7%
Nettoergebnis	-0,3	-0,3	1,6	3,3	4,5
Nettoergebnis-Marge	-0,5%	-0,7%	2,8%	4,8%	6,2%
Ergebnis je Aktie	-0,05	-0,06	0,27	0,53	0,74
Dividende je Aktie	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Dividendenrendite	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
EV/Umsatz	1,35	1,41	1,19	1,05	0,97
EV/EBITDA	8,80	14,48	9,10	6,91	5,81
EV/EBIT	14,28	58,16	22,39	13,10	9,99
KGV	n.m.	n.m.	35,07	17,87	12,80
ROCE	10,9%	2,8%	7,1%	11,2%	13,9%

Quellen: L+S (Prognosen), CapitalIQ (Kurse), Unternehmen

INVESTMENT CASE

Hypoport ist ein internetbasierter Finanzdienstleister mit großer Kompetenz in der Softwareentwicklung. Das Geschäftsmodell des Unternehmens besteht aus zwei voneinander profitierenden Säulen: dem internetorientierten Vertrieb von Finanzprodukten sowie der Bereitstellung eines B2B-Finanzmarktplatzes (EUROPACE) für die Vermittlung von Finanzprodukten über das Internet.

Die Wertschöpfung sieht dabei wie folgt aus:

Allfinanzvertrieb: Ausschlaggebend für die Umsatzentwicklung sind die generierten Kundenanfragen (Leads). Diese werden überwiegend über das Internet gewonnen. Bei einfachen Produkten (z.B. Bankkonto) kann der Lead sofort zu einer Provisionierung durch den Produkthanbieter (z.B. die Bank) führen. Ist eine Beratung notwendig (z.B. bei Immobilienkrediten), kann diese über die eigenen Mitarbeiter erfolgen (im Erfolgsfall fließt dann eine Provision) oder an externe Vertriebskräfte (z.B. freie Makler) weiterveräußert werden.

EUROPACE: Hypoport erhält bei einem Abschluss über den Marktplatz EUROPACE eine Gebühr, die von der Darlehenssumme und Darlehenslaufzeit abhängt. Jedes Jahr Laufzeit entspricht dabei einem Basispunkt der jeweiligen Darlehenssumme. Die Basispunkte werden über die Laufzeit mit dem Darlehenszins diskontiert. Folgende Tabelle zeigt eine Beispielrechnung auf Basis eines Darlehens über 100.000 Euro bei einer Laufzeit von 10 Jahren und einem Darlehenszins von 4,5%:

EUROPACE Gebührenmodell (Quelle: L+S Broker GmbH)										
Jahr	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
Provision unabgezinst (in Euro)	10	10	10	10	10	10	10	10	10	10
Abzinsungsfaktor (in %)	1,045	1,092	1,141	1,193	1,246	1,302	1,361	1,422	1,486	1,553
Provision abgezinst (in Euro)	9,569	9,157	8,763	8,386	8,025	7,679	7,348	7,032	6,729	6,439
Umsatz Hypoport (in Euro)	79,13									

Hohe Wettbewerbsqualität

Hypoport bewegt sich in einem dynamischen Wachstumsmarkt:

- Das Neugeschäft im Bereich Immobilienfinanzierung erreichte in 2009 insgesamt rund 195 Mrd. Euro (plus 25% in den letzten fünf Jahren).
- Der Stimmungsindex Baufinanzierung der Commerzbank erreicht Höchststand

Das Unternehmen hat in der Vergangenheit die Voraussetzungen für das künftige Wachstum geschaffen. Als spezialisierter Softwareanbieter und starker, konzernunabhängiger Vertriebspartner wird das Unternehmen von den beiden großen Markttrends profitieren:

- **Die Verlagerung von Vertriebsaktivitäten ins Internet**
- **Ein steigender Bedarf an konzernübergreifenden Produktberatungen/-angeboten**

Dabei weist Hypoport eine **hohe Wettbewerbsqualität auf**, die es dem Unternehmen ermöglichen sollte, zukünftig weitere Marktanteile zu gewinnen:

Hypoport verfügt über eine breite Kundenbasis, darunter Kunden von 500 Beratern in eigenen Filialen, über 1.000 unabhängige Finanzberater, mehrere tausend Berater von großen Finanzvertrieben, ca. 500 Immobilienunternehmen sowie weitere institutionelle Kunden.

Mit **EUROPACE** stellt Hypoport den führenden Marktplatz zur Kommunikation zwischen Geschäftspartnern und zur Abwicklung der Vermittlungsprozesse via Internet bereit.

Die Technologie von Hypoport ist überlegen – insbesondere gegenüber den lokalen Genossenschafts- und Sparkassenverbänden. Eine weitere Marktdurchdringung ist folglich visibel und dürfte zu einem stetigen Wachstum des Transaktionsvolumens beitragen.

Skalierbares Geschäftsmodell mit visibler Wachstumsperspektive

Hypoport hat in jüngster Vergangenheit die Voraussetzung für das zukünftige Wachstum geschaffen:

Das Vertriebsnetz wurde weiter ausgebaut. Hypoport profitiert zunehmend von einem Größeneffekt: Die steigende Anzahl von Leads erhöht die Attraktivität für den Vertrieb; eine größere Vertriebsdichte steigert die Konversationsrate, das wiederum erhöht die Verhandlungsmacht gegenüber den Produkthanbietern.

Entwicklung Vertriebskraft (Quelle: Hypoport AG)	2007	2008	2009	H1 / 2010
Mitarbeiter im Telefonvertrieb	38	47	42	0*
Berater Filialvertrieb	147	235	389	479
Filialen von Franchisenehmern	104	154	175	187
Unabhängige Makler im Finanzvertrieb	1278	1701	2382	2689

* Mitarbeiter aus dem Telefonvertrieb wurde in den Filialvertrieb integriert

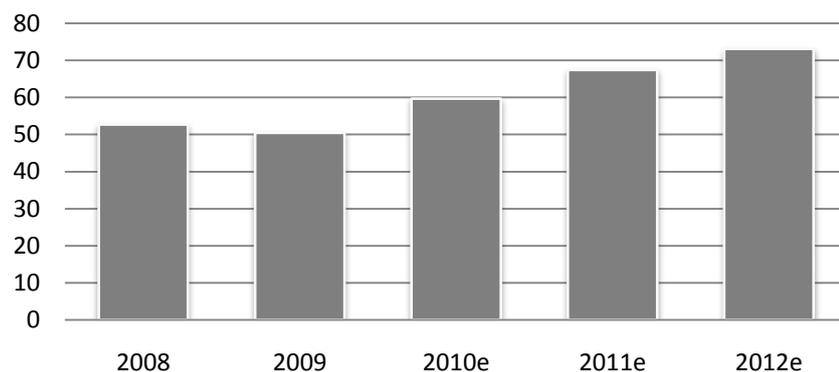
In 2009 musste Hypoport einen moderaten Umsatzrückgang hinnehmen und ein negatives Konzernergebnis ausweisen. Der Grund hierfür war die große Abhängigkeit von Privatbanken im Bereich der Immobilienfinanzierung (Zurückhaltung bei der Finanzierung; keine konkurrenzfähigen Angebote).

Mit dem Start der Plattformen GENOPACE (Volks- und Raiffeisenbanken) und Finmas (Sparkassen) hat Hypoport die Abhängigkeit reduziert, die **Wachstumsaussichten sind hervorragend**. Die Treiber der künftigen Umsatzentwicklung sind dabei:

- Die Erweiterung des Produktspektrums
- Die Gewinnung neuer Filialbanken
- Das allgemeine Wachstum des Vermittlermarktes, an dem Hypoport überproportional profitieren sollte
- Eine zunehmende Internationalisierung des Geschäftsmodells

Diese Faktoren sollten es Hypoport ermöglichen, den Umsatz in den nächsten Jahren mit zweistelligen Wachstumsraten steigern zu können:

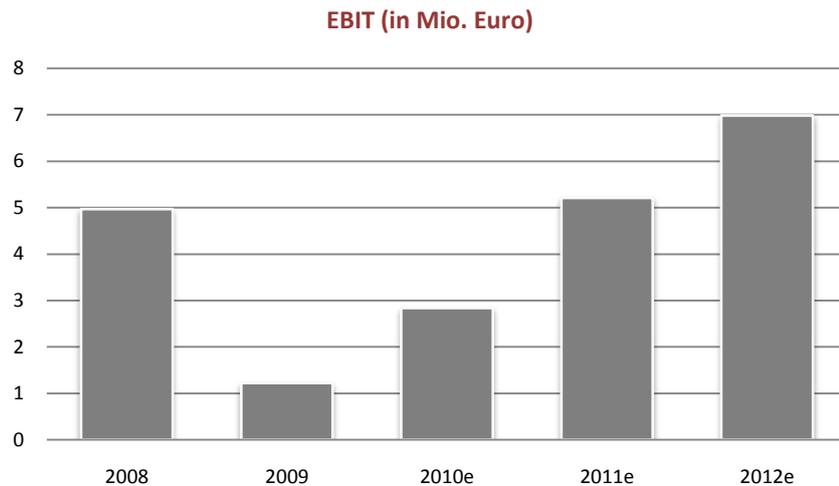
Umsatz (in Mio. Euro)



Die Ausweitung der Umsätze sollte dabei in eine deutliche Steigerung der Ertragskraft umgewandelt werden können. Das überproportionale Ertragswachstum ist im Wesentlichen ein Resultat der unterproportionalen Entwicklung der operativen Aufwendungen durch

- eine Fixkostendegression im Bereich der sonstigen betrieblichen Aufwendungen...
- ...zusammen mit sinkenden Vertriebskosten bedingt durch einen zunehmenden Anteil von Umsätzen im Bereich des B2B-Marktplatzes – wenig Vertriebsaufwand, hoch skalierbare Umsätze
- und einem deutlichen Rückgang der Personalkostenquote von 43% in 2009 auf 37,5% in 2012e.

Die folgende Grafik zeigt die erwartete EBIT-Entwicklung:



Aktie deutlich unterbewertet

Die Aktie von Hypoport ist u.E. deutlich unterbewertet. **Die Wettbewerbsqualität und die sich hieraus ableitenden Wachstumsperspektiven spiegelt das aktuelle Bewertungsniveau nicht wider.** Mit den zuletzt berichteten Q2-Zahlen hat das Unternehmen die Ertragskraft seines Geschäftsmodells unterstrichen. Der erwartete, positive Newsflow sollte das Sentiment für die Aktie von Hypoport positiv beeinflussen und somit dazu beitragen, dass sich die Bewertungslücke schließt. Der **faire Wert** (basierend auf einem DCF-Modell) der Aktie **beträgt 14,50 Euro**, das Upside-Potenzial beträgt folglich rund 53%. **Wir empfehlen den Kauf der Hypoport-Aktie.**

TIMING UND SENTIMENT

Zuletzt war der Newsflow für die Hypoport-Aktie überwiegend negativ:

Als Finanzdienstleister mit Fokus auf die Immobilienfinanzierung konnte sich Hypoport den **schwierigen Marktbedingungen im abgelaufenen Geschäftsjahr 2009** nicht entziehen. Zudem bestand auf der Produzentenseite eine starke Abhängigkeit von Privatbanken: Vor dem Start von GENOPACE und Finmas waren noch keine Genossenschaftsbanken und Sparkassen an die Plattform angeschlossen. Gerade diese haben aber in der Krise Marktanteile gewonnen, weil sich Privatbanken bei der Immobilienfinanzierung zurückgehalten haben bzw. keine konkurrenzfähigen Angebote vorgelegt haben. Diese Umstände haben die Geschäftsentwicklung in den vergangenen Quartalen erheblich geprägt. Als Folge musste Hypoport in 2009 bei einem Umsatz in Höhe von rund 50,5 Mio. Euro einen Nettoverlust von 346 Tsd. Euro ausweisen.

Q2 deutet Ertragsstärke an

Am 13. August hat Hypoport die Zahlen für das erste Halbjahr 2010 berichtet. Nach einem schwachen Jahresauftakt (Umsatzentwicklung rückläufig, EPS: -0,19 Euro) konnte Hypoport das verbesserte Marktumfeld nutzen und ein starkes Q2-Ergebnis vorlegen. Speziell im B2B-Bereich auf Seiten der Genossenschaftsbanken konnte das Unternehmen ein deutliches Wachstum verzeichnen. Hier sehen wir einen wesentlichen Treiber der künftigen Entwicklung.

Der **positive Newsflow**, wie in Q2 gesehen, dürfte u.E. weiter anhalten:

- Erst kürzlich (am 06. Oktober) wurden Zahlen zum Transaktionsvolumen von EUROPACE veröffentlicht. Gegenüber Q3/2009 (3,6 Mrd. Euro) konnte hier ein Anstieg um 900 Mio. Euro auf insgesamt rund 4,5 Mrd. Euro erzielt werden (+25%).
- Getrieben von der dynamischen Entwicklung insbesondere im B2B-Bereich (hoch skalierbar) dürften Top- und Bottom-Line weiter zulegen.
- Der Vorstand zeigte sich zuletzt optimistisch: Das Unternehmen geht davon aus, dass sich das Wachstum auch in den folgenden Quartalen fortsetzen wird.

Dieser Optimismus ist u. E. begründet:

- Die **Technologie von Hypoport ist überlegen** – insbesondere gegenüber den lokalen Genossenschafts- und Sparkassenverbänden. Eine weitere Marktdurchdringung ist folglich visibel und dürfte zu einem stetigen Wachstum des Transaktionsvolumens beitragen.
- In beiden Segmenten (Allfinanzvertrieb und B2B-Marktplätze) profitiert Hypoport von einem Größeneffekt: Eine weitere Durchdringung auf der Vertriebsseite steigert die Attraktivität für die Produzenten und umgekehrt.

Dieses sollte sich auch in den Zahlen von Hypoport ablesen lassen. Wir erwarten:

- Ein **weiteres, dynamisches Wachstum der Top-Line** um durchschnittlich 13% in den kommenden drei Jahren.
- Einen überproportionalen Ergebnisanstieg bedingt durch den hohen Operating Leverage

Am 08. November wird Hypoport die Transaktionszahlen für das **dritte Quartal** vorlegen. Diese dürften sowohl umsatz- wie auch ergebnisseitig an die starke Entwicklung des zweiten Quartals anknüpfen. Auch die mittelfristigen Perspektiven sind intakt:

- Hypoport wird u.E. in den nächsten Quartalen die Skalierbarkeit seines Geschäftsmodells (insbesondere im B2B-Bereich) aufzeigen können.
- Das Wachstum bewirkt eine Art Sogwirkung, diese sollte auch die zukünftige Unternehmensentwicklung positiv beeinflussen.

Nach dem schwierigen Jahr 2009 und einem schlechten Start ins laufende Geschäftsjahr dürfte der künftige Newsflow **positiv auf das Sentiment** für die Aktie von Hypoport **einwirken**. Die einzigartige Marktstellung, die hohe Qualität im Wettbewerb und die hohen Markteintrittsbarrieren sollten zunehmend in den Vordergrund rücken und die Kursentwicklung positiv beeinflussen.

SWOT-ANALYSE

Stärken

Hypoport weist eine Vielzahl an Stärken auf:

- Mit EUROPACE verfügt das Unternehmen über einen etablierten Marktplatz für Immobilienfinanzierung
- Konzernunabhängige Anbieter gewinnen bei der Vermittlung an Bedeutung, sind heute aber sehr selten (Interhyp z.B. gehört zum ING-Konzern)
- Bereits zahlreiche aktive Produzenten und Vermittler sind an die Plattform angeschlossen (wichtig für die Attraktivität des Marktplatzes)
- Hypoport bietet ein White-Label-Konzept – von Relevanz für zahlreiche Nutzer (AWD nutzt z.B. die Hypoport-Plattform unter eigenem Namen)
- Hoch skalierbares Geschäftsmodell: Die B2B-Plattform wird den verschiedenen Kundengruppen unter unterschiedlichsten Namen (EUROPACE, GENOPACE, Finmas, BOXL, Stater) angeboten
- Durch die Erweiterung des Produktangebots hat Hypoport die Abhängigkeit vom Immobilienmarkt etwas reduziert. Schwächen in einzelnen Bereichen/Produktgruppen können so abgedeckt werden

Schwächen

Trotz der Qualität im Wettbewerb, des Größeneffektes und die hierdurch bedingten Markteintrittsbarrieren weist das Unternehmen auch Schwächen auf, hierzu gehören:

- Abhängigkeit von der Immobilienwirtschaft (noch immer werden rund 80% der Umsätze im Bereich der Immobilienwirtschaft erzielt)
- Die Zinsstrukturkurve hat eine spürbare Auswirkung auf die Entwicklung im Bereich der Immobilienfinanzierung (ein steiler Verlauf der Zinsstrukturkurve treibt die Kunden in kurzfristige Zinsbindungen, was sich negativ auf die Transaktionserlöse von Hypoport auswirkt)
- Abhängigkeit vom deutschen Markt: Trotz des erfolgten Einstiegs auf dem niederländischen Markt ist die Abhängigkeit vom deutschen Markt weiterhin sehr groß
- Working Capital intensives Geschäftsmodell (zwischen Vermittlung und Eingang der Provision liegen oft mehrere Wochen)

Chancen

Ungeachtet der vorübergehenden Schwächen auf dem Immobilienmarkt und einer Abhängigkeit vom Zinsniveau bewegt sich Hypoport auf einem äußerst attraktiven Wachstumsmarkt und nimmt hier eine starke Wettbewerbsposition ein. Hieraus resultieren große Chancen:

- Eine erwartete, weitere Marktdurchdringung auf Produzenten und Vertriebsseite treibt die künftige Unternehmensentwicklung
- Zunehmende Produkterweiterung (neben Immobilienfinanzierung auch Privatkredite und Bausparverträge) würden zu einem beschleunigten Umsatzwachstum sowie zu einem überproportionalen Ergebnisanstieg führen
- Expansion im Ausland (der Markteintritt in den Niederlanden ist bereits vollzogen worden) würde zusätzliches Wachstumspotenzial bieten

(weiter auf der nächsten Seite)

Risiken

Die Vergangenheit hat gezeigt, dass der Markt großen Schwankungen unterliegt, die sich kurzfristig negativ auf die Geschäftsentwicklung von Hypoport auswirken könnten. Im Einzelnen sehen wir folgende Risiken:

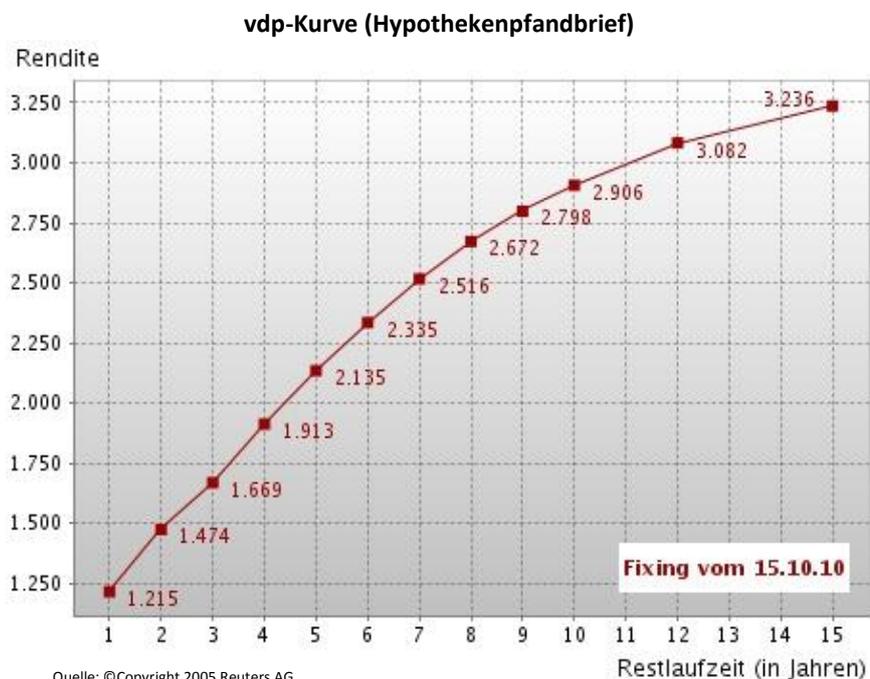
- Zunahme der Wettbewerbsintensität durch Markteintritt neuer Wettbewerber
- Akzeptanzprobleme bei den Sparkassenverbänden bzw. Verbänden der Volks- und Raiffeisenbanken – dies würde sich negativ auf die Geschwindigkeit der Marktdurchdringung auswirken
- Verschlechterung der Marktbedingungen, insbesondere auf dem deutschen Immobilienmarkt, der sich trotz Finanzkrise bisher als sehr robust gezeigt hat
- Verschlechterung der Zinsstruktur – insbesondere was den Unterschied zwischen kurz- und langfristigem Zinsniveau angeht. Die Kunden würden hierdurch in kurze Laufzeiten gedrängt, die unvorteilhaft für Hypoport sind.

MARKT UND WETTBEWERB

Der Bereich Immobilienfinanzierung ist von großer Bedeutung für Hypoport, da hier segmentübergreifend rund 80% des Konzernumsatzes erzielt werden. Der deutsche Immobilienmarkt hat sich nach einem vorübergehenden Einbruch in 2009 wieder stabilisiert. Die mittelfristigen Wachstumsperspektiven sind weiterhin intakt:

- Das Neugeschäft im Bereich Immobilienfinanzierung erreichte in 2009 rund 195 Mrd. Euro (plus 25% in den letzten fünf Jahren)
- Der Stimmungsindeks Baufinanzierung der Commerzbank erreicht einen Höchststand
- Das Internet wird wichtigster Vermittlungs- und Vertriebskanal. Plattformbetreiber steigern das Transaktionsvolumen weiter

Im Jahr 2009 belief sich das Neugeschäft im Bereich Immobilienfinanzierung in Deutschland auf ein Volumen von 195 Mrd. Euro (Quelle: Bundesbank / Vj. 176 Mrd. Euro). Dies bedeutet einen Zuwachs von über 25% in den letzten fünf Jahren. Diese Entwicklung dürfte maßgeblich auf die günstige Zinsentwicklung (siehe untenstehende Grafik), die positive Entwicklung bei den Hauspreisen, sowie die zunehmende Verfügbarkeit von Immobilienkrediten und die wachsende Produktvielfalt in diesem Bereich zurückzuführen sein.



Sentiment positiv

Auch wenn diese Entwicklung laut Bundesbank im 1.Hj. 2010 leicht rückläufig war, sollte sich der Trend insgesamt fortsetzen. Eine Forsa-Umfrage legte jüngst offen, dass das Interesse der Deutschen an Immobilien weiter steigt. Insgesamt 56,4% der Befragten sind demnach der Meinung, momentan sei ein guter Zeitpunkt, um den Bau oder Kauf einer Immobilie zu finanzieren (ggü. 53% im Mai). Der Stimmungsindeks Baufinanzierung, den die Commerzbank auf Basis dieser Befragungen erstellt, erreichte zuletzt einen Wert von 108,4. Im Frühjahr hatte dieser Wert noch bei etwa 103 gelegen (Ende 2008/Anfang 2009 noch bei 97). Zudem sind aktuell soviel Befragte wie noch nie (41,6%) seit der ersten Erhebung dieses Stimmungsindeks im November 2008 davon überzeugt, sich den Bau oder Kauf einer Immobilie leisten zu können.

Verschiebung zugunsten des Internets

Gleichzeitig ist in den letzten Jahren eine enorme Verschiebung bei den wichtigsten Vertriebskanälen, weg von der traditionellen Beratung in der „Hausbank“-Filiale hin zu Drittanbietern oder auch dem Internet als direktem Vertriebskanal zu beobachten. Bei der Anbahnung von Immobilienfinanzierungen ist das Internet inzwischen zum wichtigsten Instrument avanciert. Mehr als 50% der Interessenten werden in Deutschland heute über das Internet gewonnen. Somit gewinnen internetbasierte B2B-Plattformen weiter an Bedeutung.

Immer häufiger werden dabei auch die Leistungen unabhängiger Drittanbieter nachgefragt. Als Anbieter einer großen Internetplattform zur Vermittlung und Abwicklung von Immobilienfinanzierungen konnte Hypoport in den vergangenen Jahren schon deutlich von diesem Trend profitieren. In 2009 mussten aufgrund der Ausrichtung auf Privatbanken jedoch erstmals Marktanteile abgegeben werden.

Gesamtmarkt Deutschland: Neugeschäft	2004	2005	2006	2007	2008	2009
Immobilienfinanzierung in Mrd.	155	172	188	182	176	195
Marktanteil Hypoport	1,29%	4,14%	4,69%	6,59%	7,67%	5,85%
Ratenkredite in Mrd.	118	108	119	101	72	75
Marktanteil Hypoport	0,00%	0,07%	0,24%	0,49%	1,53%	1,73%

Wettbewerbssituation

Im Bereich des Allfinanzvertriebs konkurriert Hypoport mit klassischen Strukturvertrieben wie AWD, OVB, Creditweb (Kunden von Hypoport im Bereich B2B-Marktplatz) und MLP (nutzt die Softwarelösung von Interhyp). Im Plattformgeschäft hat Hypoport hingegen nur zwei nennenswerte Mitbewerber, die über eine internetbasierte Softwarelösung verfügen: Interhyp und PlanetHome.

Interhyp AG

Die Interhyp AG ist in der Vermittlung von privaten Baufinanzierungen tätig und dabei ähnlich aufgestellt wie Hypoport: Der Vertrieb an Privatkunden findet über einen Multikanalansatz (Internet, Telefon, Filiale) statt. Den Kunden wird dabei eine Finanzierung aus einem Pool von Banken, Bausparkassen und Versicherungen angeboten. Mit der Tochtergesellschaft Prohyp GmbH richtet sich Interhyp an unabhängige Finanzdienstleister (Vermittlergeschäft). Diese können mit Hilfe von Prohyp selbst als unabhängige Baufinanzierungsmakler auftreten, indem sie auf die Interhyp-Plattform zugreifen. Im Mai 2008 wurde Interhyp von der niederländischen ING-Gruppe übernommen und hat damit seine Bankenunabhängigkeit eingebüßt. Diese Situation hat relativ zeitnah die zum Sparkassenlager gehörende DKB (Deutsche Kreditbank) zum Anlass genommen, die Zusammenarbeit mit Interhyp fristlos zu kündigen. Für institutionelle Wettbewerber des sowohl bei Bank- als auch Versicherungsdienstleistungen sehr aktiven ING Konzerns dürfte also die Plattform der Hypoport AG (EUROPACE) künftig noch mehr als zuvor zu einem wichtigen strategischen Partner bei den Immobilienfinanzierungen werden.

Im Bereich der privaten Baufinanzierungen konnte Interhyp im vergangenen Jahr mit 2,811 Mrd. Euro noch ein deutlich größeres Volumen als Hypoport (941 Mio. Euro) verzeichnen. Im Vermittlergeschäft ist jedoch Hypoport wesentlich stärker aufgestellt. Hier konnte Interhyp in 2009 ein Finanzierungsvolumen von 2,42 Mrd. Euro verzeichnen, Hypoport hingegen 10,6 Mrd. Euro.

PlanetHome

PlanetHome (99,9%ige Tochter der Hypovereinsbank) ist zum einen bei der Immobilienvermittlung (Maklergeschäft) tätig, zum anderen bietet die Gesellschaft auch entsprechende Baufinanzierungen an. Im Jahr 2004 hat PlanetHome eine Internetplattform für Vermittler aufgesetzt, die es unabhängigen Finanzvertrieben ermöglichen soll, unter eigenem Label Finanzierungen von Drittbanken zu vermitteln. Die Gesellschaft beziffert ihren Marktanteil in der Immobilienfinanzierung mit 1% bis 2%. Der Anteil von Hypoport lag im Vergleich dazu in 2009 bei etwa 5,8%. Zudem konnte das Unternehmen im Jahr 2007 Partnerschaften im genossenschaftlichen Sektor (insbesondere Schwäbisch Hall) und im Sparkassensektor akquirieren. Hier konkurriert insbesondere GENOPACE direkt mit PlanetHome.

Wettbewerbsqualität

Das Geschäftsmodell von Hypoport basiert auf **zwei voneinander profitierenden Säulen**: dem Allfinanzvertrieb sowie einem B2B-Marktplatz. In beiden Bereichen verfügt das Unternehmen über eine **starke Wettbewerbsposition**: Hypoport arbeitet mit fast allen relevanten Produkthanbietern im Markt zusammen (Versicherungen, Banken, Bausparkassen aller Sektoren). Das Unternehmen verfügt dabei über eine breite Kundenbasis, darunter die Kunden von 500 Beratern in eigenen Filialen, über 1.000 unabhängige Finanzberater, viele tausend Berater von großen Finanzvertrieben, ca. 500 Immobilienunternehmen sowie weitere institutionelle Kunden. Hypoport stellt mit EUROPACE einen Marktplatz zur Kommunikation zwischen Geschäftspartnern und zur Abwicklung von Vermittlungsprozessen via Internet bereit. EUROPACE ist die führende Plattform im Markt.

Zunehmende Marktmacht im Bereich Allfinanzvertrieb

Der Unternehmensteil Finanzvertrieb (Dr. Klein) hat seine besondere Stärke in der Generierung von Leads über das Internet. Diese werden durch den Einsatz vieler Maßnahmen im Bereich des Online-Marketings gewonnen. So wurden in den letzten Jahren Web-Auftritte, Netzwerke und nachgelagerte Prozesse kontinuierlich weiterentwickelt. Die Konversionsraten konnten als Folge weiter verbessert werden.

Gegenüber dem klassischen Strukturvertrieb hat der Internetvertrieb einen klaren Vorteil:

Die Kunden befinden sich im Internet auf der Suche nach Informationen, es besteht demnach ein Produktinteresse. Der Strukturvertrieb hingegen versucht, durch Werbung und/oder Vertriebsaktivitäten beim Kunden ein Interesse zu erzeugen. Bezogen auf Kosten und Konversionsrate ist der Internetvertrieb folglich deutlich überlegen. **In den vergangenen Jahren konnte Hypoport die Anzahl der Leads und damit auch den Segmentumsatz kontinuierlich steigern und damit die Nachhaltigkeit der Geschäftsentwicklung unterstreichen.** Die folgende Grafik zeigt die positive Entwicklung:

Entwicklungs Leads (Quelle: Hypoport AG)	2006	2007	2008	2009
Anzahl Leads (in Mio.)	0,9	2,5	4,7	5,7

Hypoport hat den Unternehmenserfolg durch seinen jahrelangen Track-Record unter Beweis gestellt. Die zukünftige, positive Entwicklung ist aber auch eine Folge der gewachsenen Unternehmensgröße. Hypoport profitiert hier vom zunehmenden Volumen, es entsteht eine Art Sogwirkung:

- Durch die steigende Anzahl von Leads nimmt die Attraktivität für externe Makler zu (als Franchisenehmer oder freie Makler)
- Die hieraus resultierende, wachsende Vertriebsdichte erleichtert die Abwicklung und erhöht die Konversionsrate (weil die Abwicklung direkt vor Ort erfolgt und diese eine höhere Erfolgchance hat)
- Das steigende Geschäftsvolumen führt zu einer immer stärkeren Marktmacht bei der Verhandlung von Konditionen mit Produkthanbietern

Einmalige Technologie zur Abwicklung von Finanzdienstleistungen

Seit 1999 entwickelt Hypoport die EUROPACE-Plattform. Mit einfachen Worten beschrieben handelt es sich hierbei um einen Marktplatz, auf dem Produzenten/Anbieter (z.B. von Immobilienkrediten oder Verbraucherkrediten) mit einer Vertriebspartei (z.B. Bankberater) zusammengebracht werden. Für beide Seiten hat dieses Vorteile: Die Produzenten erreichen über die Plattform eine große Anzahl von Kundenanfragen, während die Vertriebsmitarbeiter über die Marktplatzsoftware die besten Angebote herausfiltern können.

EUROPACE ist der größte B2B-Finanzmarktplatz zur Vernetzung von Finanzvertrieben und Produkthanbietern in Europa. In Deutschland hat Hypoport eine dominierende Marktposition im Vermittlermarkt sowie eine steigende Bedeutung bei den Filialbanken.

Hypoport profitiert von der zunehmenden Marktdurchdringung mit softwarebasierten Vertriebslösungen. Dabei konkurriert EUROPACE vor allem mit „Eigenentwicklungen“ der Banken und Finanzberater. Die Position im Wettbewerb ist nachhaltig und nur schwer replizierbar:

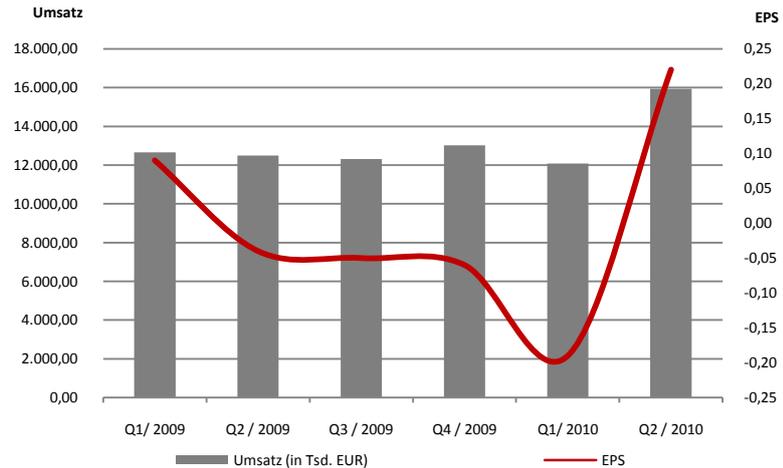
- Regionale Banken können die enorme Entwicklungsarbeit einer derartigen Software gar nicht leisten. Hypoport hat mehr als 10 Jahre und einen zweistelligen Millionenbetrag in den Aufbau und die Optimierung des Marktplatzes investiert
- Da die Produkthanbieter über EUROPACE Zugang zu allen großen Finanzvertrieben haben und die Finanzvertriebe umgekehrt zu allen wichtigen Produkthanbietern, ist die Hürde für den Wettbewerb sehr hoch
- Hypoport profitiert als konzernunabhängiger Anbieter (der größte Wettbewerber Interhyp gehört bspw. zur ING-Gruppe) vom Trend zur anbieterübergreifenden Kundenberatung.
- Mit steigendem Transaktionsvolumen gewinnt die Plattform an Attraktivität – der Markt ist klar oligopolistisch!

Diese Wettbewerbsposition sollte es Hypoport ermöglichen, seinen Marktanteil weiter auszubauen.

FINANZEN

Jüngste Vergangenheit

Am 13. August hat Hypoport die Zahlen für das erste Halbjahr 2010 berichtet. Nach einem schwachen Jahresauftakt (Umsatzentwicklung rückläufig, EPS: -0,19 Euro) konnte Hypoport das verbesserte Marktumfeld nutzen und ein starkes Q2-Ergebnis vorlegen. Der Umsatz wurde gegenüber H2/2009 um 28% gesteigert, das Ergebnis je Aktie stieg auf 0,22 Euro, nachdem es im Vorjahreszeitraum noch im negativen Bereich gelegen hatte (EPS H2/2009: -0,03 Euro). Eine Übersicht der Entwicklung ist der folgenden Grafik zu entnehmen:



Umsatzentwicklung

Hypoport hat das Ziel, im Jahr 2014 zu den Top5 der unabhängigen Finanzdienstleister in Deutschland zu gehören. In allen Geschäftsfeldern soll die kritische Masse überschritten werden, damit die Skaleneffekte gänzlich zum Tragen kommen. Die Treiber der künftigen Umsatzentwicklung sind dabei:

- **Die Erweiterung des Produktspektrums:**

Hypoport startete im Jahr 2003 zunächst als Spezialanbieter von Immobilienfinanzierungen. Heute ist die Unternehmensgruppe deutlich breiter aufgestellt. Mit den sonstigen Finanzdienstleistungen generiert das Unternehmen im Bereich Allfinanzvertrieb bereits höhere Umsätze als im ehemaligen Kerngeschäft.

Analog hierzu entwickelt sich der B2B-Finanzmarktplatz EUROPACE. Zunächst als reine Plattform für Immobilienfinanzierungen gestartet, werden inzwischen auch Ratenkredite, Bausparprodukte, Girokonten und immobiliennahe Versicherungen über die Plattform abgewickelt. Damit wird EUROPACE zum Standardarbeitsplatz für den unabhängigen Finanzvertrieb.

- **Der Ausbau des Vertriebs**

Hypoport hat auch in Krisenzeiten in den Ausbau seines Finanzvertriebs investiert und sein Filialnetz somit weiter ausbauen können. Aktuell sind über sogenannte Flagship-Stores, das neue Franchisesystem sowie freie Makler nahezu 2.700 Vertriebspartner aktiv. Die Anzahl dürfte (auch wegen des Sogeffektes durch steigende Leads) künftig weiter steigen.

- **Gewinnung der Filialbanken**

Aufgrund des Größeneffektes fällt die Gewinnung von zusätzlichen Produzenten und Vertriebspartnern zunehmend leichter. Im Bereich von Filialbanken, der von Hypoport früher nicht adressiert wurde, ist eine steigende Vermittlungstätigkeit von Finanzdienstleistungen an andere Produkthanbieter – häufig aus dem eigenen Finanzverbund – zu erkennen. Hypoport hat bereits mit der Erschließung dieses riesigen Marktsegments begonnen und dabei den Fokus auf Genossenschaftsbanken (GENOPACE) und Sparkassen (Finmas) gelegt. Basierend auf der EUROPACE-Technologie kann eine Filialbank ihr Eigengeschäft und die vermittelten Geschäfte über ein und dasselbe

System abwickeln. Die zuletzt veröffentlichten Zahlen zu GENOPACE zeigen, dass hier ein enormes Wachstumspotenzial liegt.

▪ **Das allgemeine Wachstum des Vermittlermarktes**

Nach unabhängigen Studien wird sich der Vermittlermarkt in Deutschland in den nächsten Jahren in etwa verdoppeln. Der B2B-Finanzmarktplatz EUROPACE wird von seinen Finanzvertrieben profitieren, die mit dem Markt wachsen und zudem einen immer höheren Anteil ihres Geschäfts über EUROPACE abwickeln. Aufgrund des Größeneffekts sollte es Hypoport jedoch gelingen, stärker als der Markt zu wachsen.

▪ **Die zunehmende Internationalisierung des Geschäftsmodells**

Derzeit ist der Fokus klar auf dem deutschen Heimatmarkt. In den nächsten Jahren soll es jedoch zu einer zunehmenden Internationalisierung kommen – hier liegt erhebliches Wachstumspotenzial. Hypoport hat mit der Markteinführung von EUROPACE in den Niederlanden bereits den ersten Schritt der Internationalisierung vollzogen. Der Geschäftsbereich „Institutionelle Kunden“ ist bereits europaweit aktiv.

Bei der **Betrachtung der erwarteten Umsatzentwicklung** wird eine detaillierte Analyse der beiden Segmente Allfinanzvertrieb und B2B-Marktplätze vorgenommen. Diese sind für rund 80% des Gesamtumsatzes verantwortlich.

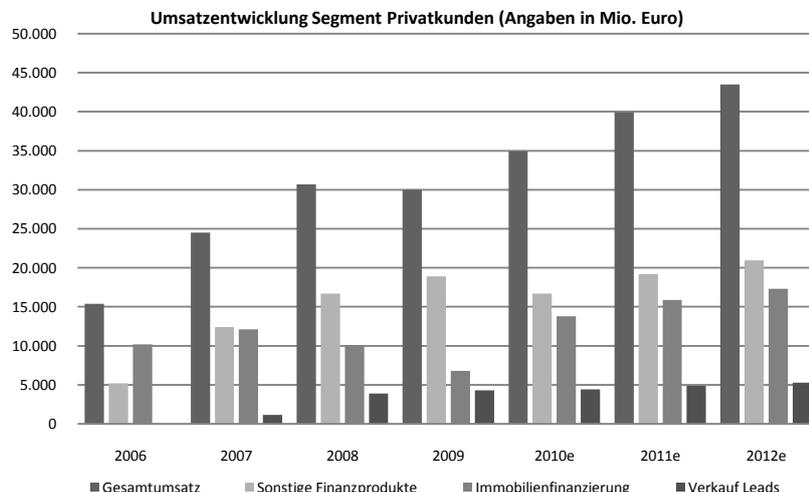
Segment Privatkunden (Allfinanzvertrieb)

Im Bereich Allfinanzvertrieb konnte Hypoport im abgelaufenen Geschäftsjahr 2009 einen Umsatz in Höhe von rund 30 Mio. Euro erzielen. Treiber der Entwicklung sind die im Internet generierten Kundenanfragen (sogenannte Leads) in den Bereichen Immobilienfinanzierung, sonstige Finanzprodukte und durchlaufende Provisionen. Die Kundenanfragen konnten in den letzten Jahren sukzessive gesteigert werden:

Entwicklung Leads (Quelle: Hypoport AG)	2007	2008	2009	H1 / 2010
Anzahl Leads (in. Mio.)	2,5	4,7	5,7	2,3

In den ersten sechs Monaten musste Hypoport bei den Leads einen leichten Rückgang gegenüber dem Rekordjahr 2009 (Leads H1/2009: 2,8 Mio.) auf 2,3 Mio. hinnehmen. Im Vorjahr profitierte Hypoport von einer massiven Ausweitung der Marktpräsenz in den sonstigen Finanzdienstleistungsprodukten wie Versicherungen, Geldanlagen und Konten (geringe Provision). Der Umsatz konnte trotz dieses Rückgangs wegen einer starken Entwicklung im Bereich der Immobilienkredite (hohe Provision) um rund 10% gesteigert werden.

Getrieben vom weiteren Ausbau des Vertriebsnetzes gehen wir für die nächsten Jahre von einer weiteren Steigerung der Anzahl an generierten Leads aus. Die hieraus abgeleitet, erwartete Umsatzentwicklung ist der folgenden Tabelle zu entnehmen:



B2B-Marktplätze

Hypoport hat in der jüngsten Vergangenheit die Voraussetzungen für zukünftiges Wachstum geschaffen. Die Zukunftsaussichten sind hervorragend. Als hoch spezialisierter Softwareanbieter und starker Vertriebspartner wird das Unternehmen von den **großen Markttrends** profitieren:

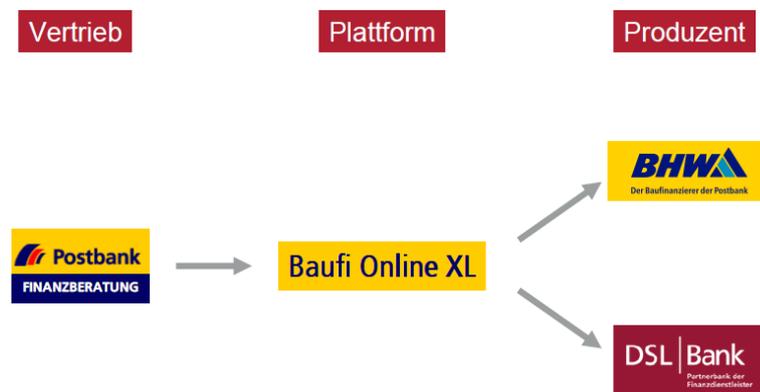
- Einer zunehmenden Verlagerung von Vertriebsaktivitäten in das Internet
- Konzernübergreifende Produktberatung/-angebote

Daneben schreitet die **weitere Marktdurchdringung** zügig voran:

GENOPACE: Im ersten Quartal 2008 hat Hypoport mit dem Genossenschaftsverband Düsseldorf/Neuss und Münster das Joint-Venture GENOPACE gegründet. Heute gehören weitere Institute wie die Münchener Hypothekenbank, WL Bank, R+V Versicherungen und die DSL Bank dem Verbund an. Ziel ist es, das EUROPACE-Modell auf den genossenschaftlichen Verbund zu übertragen. GENOPACE soll als Vertriebsplattform der Volks- und Raiffeisenbanken etabliert werden. Der bisherige Erfolg ist groß: In 2008 betrug das Transaktionsvolumen rund 180 Mio. Euro – in 2010 dürfte dieser Wert auf ca. 450 Mio. Euro steigen.

Finmas: Nach der Einführung der GENOPACE-Plattform hat Hypoport mit Finmas die Lücke im Sparkassenverbund geschlossen. Als erster Kunden konnte hier der Ostdeutschen Sparkassenverband gewonnen werden. Auf Grundlage der EUROPACE-Technologie können die Mitglieder ihre Produkte Vertrieben anbieten. Damit vermittelt EUROPACE nun über alle drei Bankensäulen Finanzprodukte.

BOXL: Baufi-Online XL ist ein gemeinsames Projekt mit der BHW Bausparkasse und der DSL Bank als Produzenten sowie der Deutschen Postbank als Finanzvertrieb. Über BOXL kann der Außendienst sein Geschäft künftig komplett elektronisch erfassen – die herkömmliche Antragserfassung auf Papier dürfte damit zunehmend abgelöst werden.



Auslandsexpansion/Stater: Im Januar 2007 gründeten der niederländische Hypothekenfinanzierer Stater Participations B.V. (100%iger Anteilseigner ist ABN AMBRO) und die Hypoport AG das Joint Venture „Stater“, um die Plattformtechnologie in Holland einzuführen. Hypoport hält knapp über 50% der Anteile, der niederländische Partner die restlichen Anteile. Laut Hypoport handelt es sich bei Stater um den größten Hypothekenfinanzierer in Holland, der etwa die Hälfte aller Immobilienfinanzierungen bearbeitet. Noch ist allerdings kein aktiver Produzent an die Plattform angeschlossen, hier gab es mehrfach Verzögerungen. Hypoport rechnet weiterhin damit, noch in diesem Jahr den ersten aktiven Produzenten an die Plattform anschließen zu können.

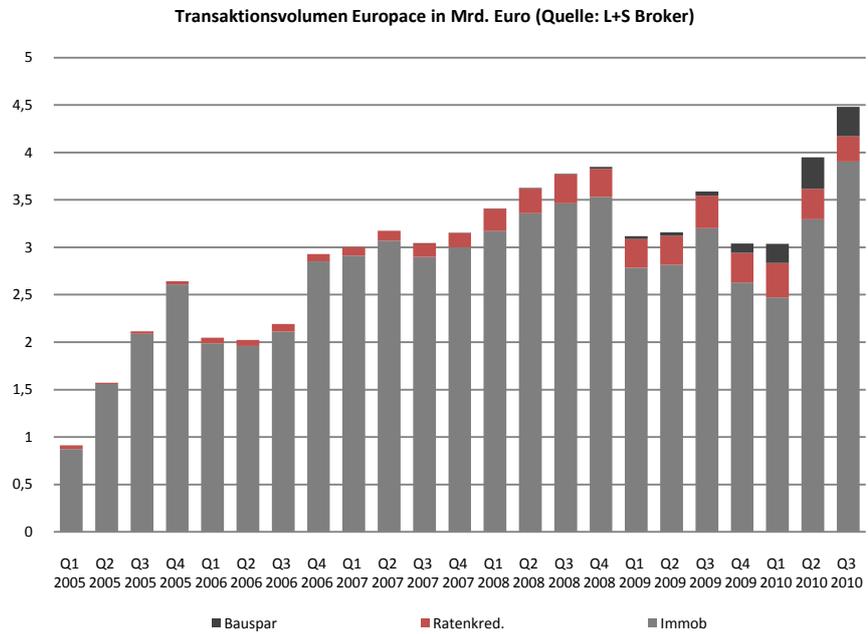
Zusätzliche Treiber

Zusätzlich können folgende Faktoren kurzfristig **positiv auf die Umsatzentwicklung** wirken:

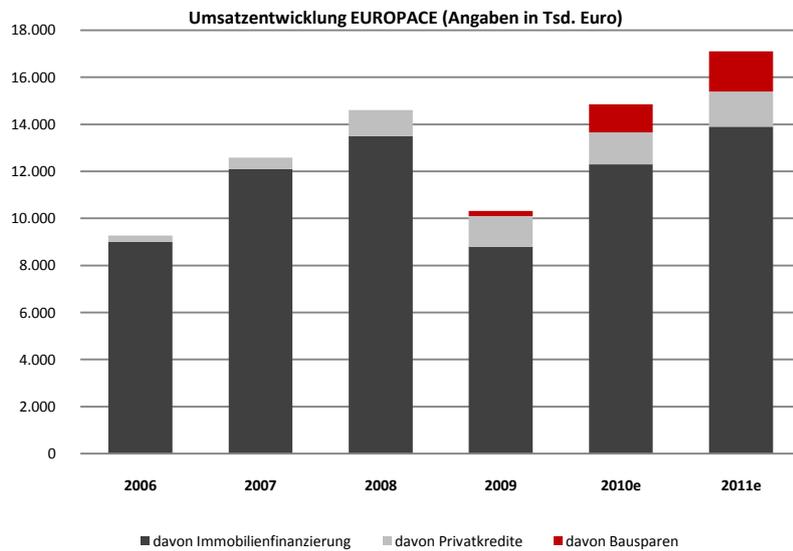
- Eine Abflachung der Zinsstrukturkurve
- Eine Produktoffensive der Finanzdienstleister im Internet
- Der Anschluss neuer, großer Vertriebspartner (z.B. MLP)

Sämtliche der genannten Punkte beinhalten für Hypoport **erhebliches Wachstumspotenzial**. Insbesondere die Anbindung der Genossenschaftsbanken (GENOPACE) und Sparkassen (Finmas) dürften die künftige Umsatzentwicklung zunehmend bestimmen. Bedingt durch das verbesserte Marktumfeld und den Anschluss von

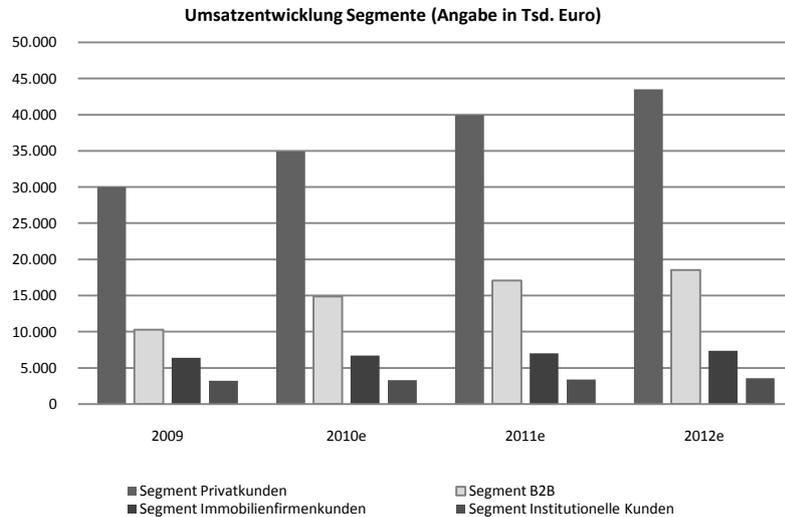
GENOPACE konnte Hypoport den vorübergehenden Transaktionsrückgang in 2009 überwinden und an die positive Entwicklung aus 2008 anknüpfen:



Einhergehend mit dem gestiegenen Volumen hat auch die Umsatzentwicklung im Segment B2B-Marktplatz zuletzt wieder deutlich an Dynamik gewonnen. Die erwartete, künftige Entwicklung ist der folgenden Grafik zu entnehmen:



Die Segmente „Immobilienfirmenkunden“ und „Institutionelle Kunden“ (tragen zusammen rund 20% zum Gesamtumsatz bei) entwickelten sich zuletzt stabil. Die erwartete Umsatzentwicklung für die vier Segmente ist der folgenden Grafik zu entnehmen:



Ergebnisentwicklung

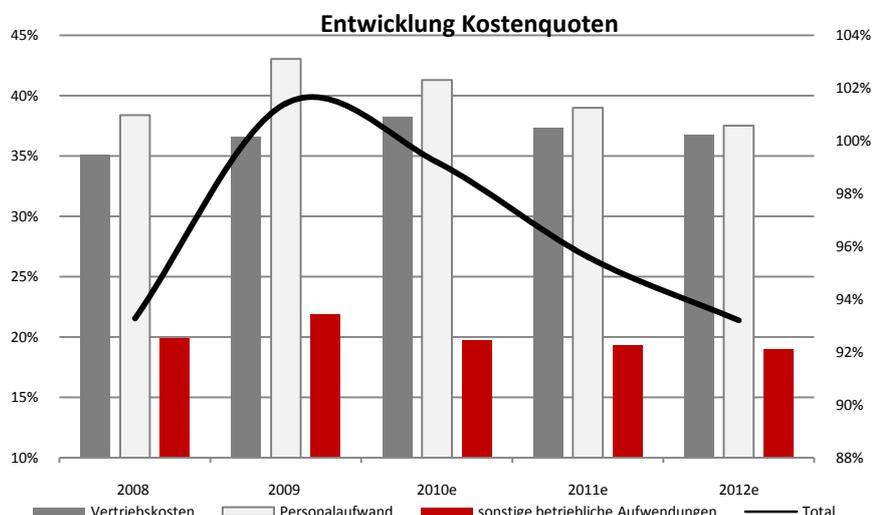
Die Entwicklung von Hypoport war in den abgelaufenen Quartalen erheblich von der Entwicklungsarbeit im Rahmen der neuen Plattformversion EUROPACE 2 beeinflusst. In den nächsten Jahren dürfte die starke Wettbewerbssituation des Unternehmens in eine deutliche Steigerung der Ertragskraft umgewandelt werden können.

Hohe Skalierbarkeit sichert überproportionalen Ergebnisanstieg

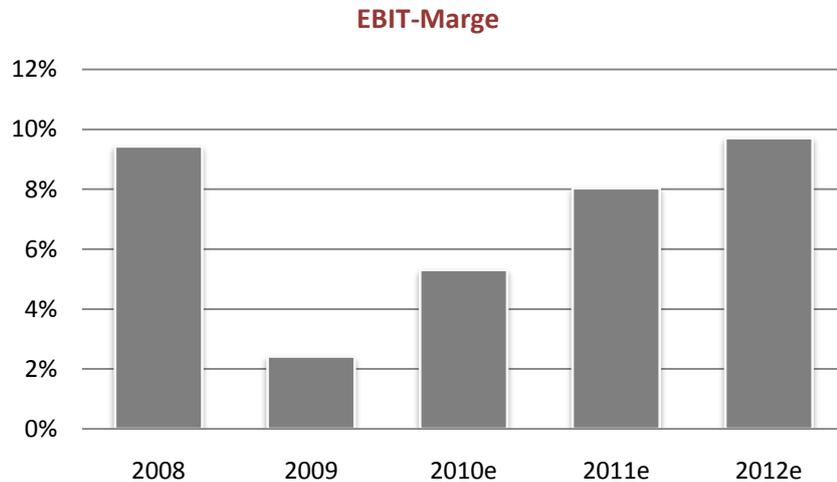
Das überproportionale Ertragswachstum ist im Wesentlichen ein Resultat der unterproportionalen Entwicklung der operativen Aufwendungen durch....

- Eine Fixkostendegression im Bereich der sonstigen betrieblichen Aufwendungen
- ...zusammen mit sinkenden Vertriebskosten (bedingt durch eine zunehmende Bedeutung der Umsätze im Bereich des B2B-Marktplatzes – wenig Vertriebsaufwand, hoch skalierbare Umsätze)
- Und einen deutlichen Rückgang der Personalkostenquote von 43% in 2009 auf 37,5% in 2012e

Die prozentuale Entwicklung der einzelnen Kostenpositionen ist der folgenden Grafik zu entnehmen:



Getrieben von der unterproportionalen Kostenentwicklung gehen wir von einem Anstieg der EBIT-Marge auf ca. 9,7% in 2012e aus (2009: 2,4%). Die folgende Grafik zeigt die erwartete operative Margenentwicklung von Hypoport:



Bilanz

Als hoch spezialisierter Softwareanbieter überwiegen auf der **Aktivseite** die immateriellen Vermögensgegenstände (26,67 Mio. Euro). Diese machen rund 47% der Bilanzsumme aus. Ein weiterer, wichtiger Posten sind die Forderungen aus Lieferungen und Leistungen (fast 16 Mio. Euro). Aufgrund der Vermittlungstätigkeit wird dieser Posten auch in Zukunft weiter proportional zum Umsatz anwachsen und somit an Bedeutung gewinnen. Hypoport verfügte zum 30.06.2010 über Zahlungsmittel in Höhe von 7,2 Mio. Euro.

Auf der **Passivseite** sind die langfristigen Finanzverbindlichkeiten der größte Posten. Sie machen ca. 19,26 Mio. Euro und damit fast 34% der Bilanzsumme aus. Sonstige Verbindlichkeiten (5,4 Mio. bzw. 9,5%) und Verbindlichkeiten aus Lieferungen und Leistungen (4,6 Mio. Euro bzw. 8,1%) sind weitere, bedeutende Posten. Die Eigenkapitalquote des Unternehmens beträgt ca. 43%.

Bilanz (in Mio. EUR) Hypoport AG	2008	2009	2010e	2011e	2012e
AKTIVA					
Immaterielle Vermögensgegenstände	23,9	25,6	26,7	27,8	28,4
Sachanlagen	2,0	1,8	2,0	2,1	2,4
Finanzanlagen	1,4	0,4	0,4	0,4	0,4
Anlagevermögen	27,4	27,8	29,2	30,4	31,2
Forderungen und sonstige Vermögensgegenstände	20,0	19,0	20,5	22,3	24,3
Liquide Mittel	7,5	7,2	8,5	9,2	9,6
Umlaufvermögen	28,5	27,0	29,9	32,4	34,8
Bilanzsumme	55,9	54,8	59,0	62,7	66,0
PASSIVA					
Eigenkapital	24,0	23,7	25,4	28,6	33,2
Anteile Dritter	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2
Rückstellungen	0,1	0,2	0,2	0,2	0,2
Zinstragende Verbindlichkeiten	21,3	18,9	21,0	21,0	19,0
Sonstige Verbindlichkeiten	10,3	11,9	12,3	12,8	13,5
Verbindlichkeiten	31,6	30,7	33,3	33,7	32,5
Bilanzsumme	55,9	54,8	59,0	62,7	66,0

Quellen: Unternehmen (berichtete Daten), L+S (Prognosen)

BEWERTUNG

DCF-Modell

Auf dem aktuellen Kursniveau ist die **Aktie von Hypoport deutlich unterbewertet**. Den Kern unserer Bewertung bildet ein DCF-Modell. Dieses signalisiert unter der Annahme eines Betas von 1,4, einer risikolosen Rendite von 2,5%, einem WACC von 8,32% und einer ewigen Wachstumsrate von 2,5% **einen fairen Wert pro Aktie von 14,56 Euro**.

DCF Modell								
Angaben in Mio. EUR EUR	2010e	2011e	2012e	2013e	2014e	2015e	2016e	Terminal Value
Umsatz	59,7	67,4	73,1	78,9	84,5	89,8	94,9	97,2
Veränderung	18,3%	12,9%	8,5%	8,0%	7,0%	6,3%	5,7%	2,5%
EBIT	3,2	5,4	7,1	6,9	8,4	9,9	11,4	12,6
EBIT-Marge	5,3%	8,0%	9,7%	8,8%	10,0%	11,0%	12,0%	13,00%
NOPAT	2,3	3,9	5,1	5,0	6,1	7,1	8,2	9,1
Abschreibungen	4,6	4,9	5,1	4,8	3,6	3,1	2,9	3,0
in % vom Umsatz	7,8%	7,2%	7,0%	6,1%	4,3%	3,4%	3,1%	3,1%
Liquiditätsveränderung								
- Working Capital	-1,0	-1,4	-1,2	-0,9	-1,3	-1,1	-1,0	-0,5
- Investitionen	-6,0	-6,1	-6,0	-3,3	-3,2	-3,1	-2,9	-3,1
Investitionsquote	10,0%	9,0%	8,2%	4,2%	3,8%	3,4%	3,1%	3,2%
Übriges	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Free Cash Flow (WACC-Modell)	-0,1	1,3	3,0	5,6	5,2	6,1	7,2	8,5
WACC	8,3%							
Present Value	-0,1	1,2	2,5	4,3	3,7	4,0	4,3	82,3
Kumuliert	-0,1	1,1	3,6	7,9	11,6	15,6	19,9	102,2

Wertermittlung (Mio. EUR)		Umsatzwachstumsraten und Margenerwartungen		
Total present value (Tpv)	102,2	Kurzfristige Umsatzwachstumsannahmen	2010-2013	9,8%
Terminal Value	82,3	Mittelfristige Umsatzwachstumsannahmen	2010-2015	8,5%
Anteil vom Tpv-Wert	81%	Langfristige Umsatzwachstumsannahmen	ab 2017	2,5%
Verbindlichkeiten	21,0	Kurzfristige durchschnittliche EBIT-Marge	2010-2013	8,0%
Liquide Mittel	8,5	Mittelfristige durchschnittliche EBIT-Marge	2010-2015	8,8%
Eigenkapitalwert	89,8	Langfristige EBIT-Marge		13,0%

Aktionen		Sensitivität Wert je Aktie (EUR) ewiges Wachstum					
Aktienzahl (Mio.)	6,18	WACC	1,75%	2,25%	2,50%	2,75%	3,25%
Wert je Aktie (EUR)	14,56	9,32%	10,71	11,39	11,76	12,17	13,08
+Upside / -Downside	54%	8,82%	11,79	12,60	13,05	13,54	14,65
Aktienkurs (EUR)	9,47	8,32%	13,04	14,01	14,56	15,16	16,53
		7,82%	14,51	15,69	16,37	17,11	18,84
		7,32%	16,25	17,71	18,56	19,50	21,72

Modellparameter		Sensitivität Wert je Aktie (EUR) EBIT-Marge ab 2017e					
Fremdkapitalquote	45,00%	WACC	12,50%	12,75%	13,00%	13,25%	13,50%
Fremdkapitalzins	6,0%	9,32%	11,33	11,55	11,76	11,98	12,20
Marktrendite	9,00%	8,82%	12,56	12,81	13,05	13,29	13,54
risikofreie Rendite	2,50%	8,32%	14,01	14,29	14,56	14,84	15,11
		7,82%	15,75	16,06	16,37	16,68	16,99
		7,32%	17,85	18,20	18,56	18,91	19,27

Quelle: L+S Broker GmbH

Peer Group

Die in der Peer-Group berücksichtigten Unternehmen erzielen ihre Umsätze wie Hypoport überwiegend im Bereich Finanzvertrieb. Sie sind bezogen auf die Unternehmensgröße und –struktur mit Hypoport vergleichbar.

OVB Holding AG

Die OVB Holding AG vermittelt Versicherungs- und Finanzprodukte an private Haushalte. Das Angebot deckt den Vermögensaufbau, Vorsorge und die Risikoabsicherung ab. Das Unternehmen ist mit seinen über 4.400 Finanzberatern in 14 Ländern aktiv und erzielte im abgelaufenen Geschäftsjahr einen Umsatz von 180 Mio. Euro. Im Geschäftsjahr 2009 betreute das Unternehmen europaweit ca. 2,8 Mio. Kunden.

MLP AG

Die MLP AG fungiert als Holding. Die Tochtergesellschaften bieten ihren Privatkunden - überwiegend mittleres und gehobenes Einkommen - basierend auf einem Allfinanzkonzept unterschiedlichste Finanzdienstleistungen an. Der Konzern besitzt zudem eine Vollbanklizenz. Das Geschäft ist in drei Segmente aufgeteilt: Finanzdienstleistungen, Feri und die Holding. Insgesamt sind für den Konzern knapp 2.400 Berater tätig. Im abgelaufenen Geschäftsjahr erzielte das Unternehmen mit seinen Kundenstamm von 785.500 einen Umsatz in Höhe von über 503 Mio. Euro.

Aragon AG

Die Aragon AG ist ein unabhängiger Finanzdienstleister. Das Unternehmen besitzt eine Vertriebsplattform, über die den Finanzintermediären und deren Endkunden eine Vielzahl von Finanzprodukten angeboten wird. Zudem agiert das Unternehmen als Kapitalgeber bei ausgewählten und unabhängigen Vertriebsgesellschaften. Ziel ist es dabei im Rahmen einer Buy-and-Build-Strategie Synergien zu erzielen und das Unternehmenswachstum weiter zu forcieren. Im abgelaufenen Geschäftsjahr erzielte das Unternehmen mit seinen 17.851 Vermittlern und 791.000 Kunden einen Jahresumsatz in Höhe von über 69 Mio. Euro.

Interhyp AG

Die Interhyp AG ist mit einem Finanzierungsvolumen in Höhe von 5,2 Mrd. (in 2009) der größte Vermittler für private Baufinanzierungen in Deutschland. Eine eigens entwickelte Software-Plattform (eHYP) bietet einem Berater-Pool bestehend aus über 250 Banken und Sparkassen Produkte mit attraktiven Konditionen. Neben den Softwarelösungen stehen in über 20 deutschen Städten auch persönliche Berater zur Verfügung. Im abgelaufenen Geschäftsjahr erzielte das Unternehmen einen Jahresumsatz in Höhe von knapp 69 Mio. Euro. Den Großteil der Umsätze erzielt das Unternehmen mit der Vermittlung von Baufinanzierungsdarlehen. Großaktionär mit über 99% ist die ING Direct.

Peer-Group Hypoport AG

Unternehmen	KUV			KGV		
	2009	2010e	2011e	2009	2010e	2011e
OVB Holding AG	1,61	1,58	1,42	34,31	43,10	23,20
MLP AG	1,53	1,52	1,44	30,63	21,51	17,59
Aragon Aktiengesellschaft	0,57	0,83	0,68	neg.	20,16	13,61
Interhyp AG	0,33	n.a.	n.a.	243,51	n.a.	n.a.
Average	1,01	1,31	1,18	102,82	28,25	18,13
Hypoport AG	1,16	0,98	0,87	neg.	35,00	17,83
Potenzial	-12%	34%	36%	n.m.	-19%	2%

Enterprise Value Analyse

Unternehmen	EV (Mio. LW)	EV / Umsatz			EV / EBITDA		
		2009	2010e	2011e	2009	2010e	2011e
OVB Holding AG	232,3	1,25	1,22	1,09	30,81	21,04	13,39
MLP AG	793,4	1,47	1,46	1,38	11,85	11,02	9,22
Aragon Aktiengesellschaft	98,5	0,60	0,87	0,72	n.a.	12,26	8,57
Interhyp AG	418,5	0,32	n.a.	n.a.	183,71	n.a.	n.a.
Average		0,91	1,18	1,06	75,46	14,77	10,39
Hypoport AG	71,0	1,41	1,19	1,05	14,48	9,10	6,91
Potenzial		-35%	-1%	1%	421%	62%	50%

Quelle: L+S, Capital IQ

Sämtliche Multiplikatoren deuten auf Basis der 2011-Schätzungen einen Bewertungsspielraum an. Die Spannweite liegt hierbei zwischen 1% und 50%. Der Peer-Group-Vergleich untermauert damit den aus einem DCF-Modell abgeleiteten fairen Wert von 14,56 Euro.

Einstieg Postbank

Die Deutsche Postbank ist einer der größten Aktionäre von Hypoport (hält aktuell 9,71% der Aktien). Die Großbank erwarb die Aktien in 2007 und zahlte dabei insgesamt 15,15 Euro je Aktie. Dabei wurde zunächst ein Preis von 10 Euro pro Aktie als Anzahlung vereinbart. Der endgültige Kaufpreis orientierte sich an einer Unternehmensbewertung von Hypoport, die in 2009 durchgeführt wurde. Die Postbank hatte in diesem Zusammenhang die Möglichkeit, den Differenzbetrag zu zahlen oder entsprechend des Wertunterschieds die Rückgabe von rund 1/3 der Aktien zu veranlassen. Die Großbank entschied sich, den –offenbar aus Sicht der Postbank gerechtfertigten -Differenzbetrag zu zahlen.

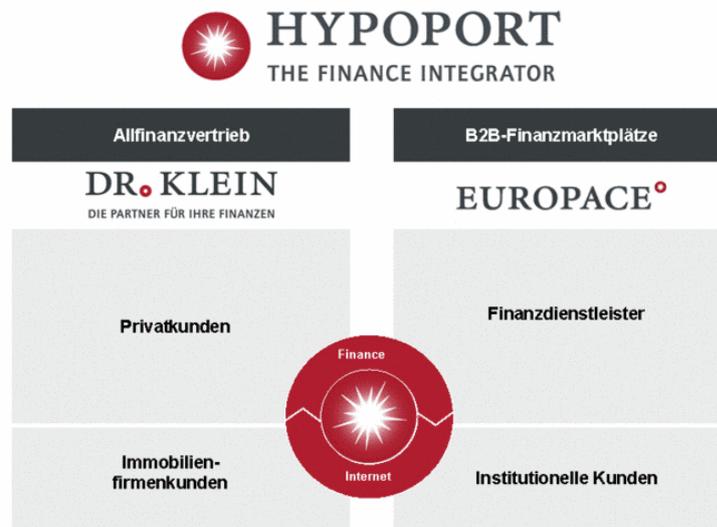
Fazit

Die derzeitige Bewertung spiegelt die Umbruchsituation des Unternehmens in 2009 wider. Zuletzt hat Hypoport starke Umsatz- und Ergebniszahlen berichtet. Zudem sinkt durch die Vertriebsweiterung und die Produktdiversifikation die Abhängigkeit von einzelnen Marktentwicklungen. Das DCF-Modell signalisiert einen fairen Wert von 14,56 Euro je Aktie. Der Peer-Group-Vergleich bestätigt das hohe Upside-Potenzial für die Aktie und untermauert somit den fairen Wert aus unserem DCF-Modell. Insgesamt legen wir ein **Kursziel von 14,50 Euro fest**. Damit bietet die Aktie auf dem aktuellen Kursniveau (9,47 Euro) ein Upside-Potenzial von rund 53%.

UNTERNEHMEN

Unternehmensbeschreibung

Der Hypoport-Konzern ist ein internetbasierter Finanzdienstleister mit **großer Kompetenz in der Softwareentwicklung**. Das Unternehmen beschäftigt derzeit rund 452 Mitarbeiter an Standorten in Berlin (Konzernzentrale), Lübeck, Amsterdam, Eindhoven und Barcelona. Das Geschäftsmodell von Hypoport besteht aus zwei voneinander profitierenden Säulen: dem internetorientierten Vertrieb von Finanzprodukten über die 100%ige Tochter Dr. Klein & Co. AG sowie der Bereitstellung eines B2B-Finanzmarktplatzes für die Vermittlung von Finanzprodukten über das Internet (EUROPACE). Die Unternehmensstruktur sieht wie folgt aus:



Geschäftsbereiche des Unternehmens

Internetbasierter Finanzvertrieb

Der internetbasierte Allfinanzvertrieb über die 100%ige Tochter Dr. Klein & Co. AG ist mit einem Umsatzanteil von fast 73% (36,4 Mio. Euro in 2009) die umsatzstärkste Säule des Hypoport-Konzerns. Das Segment teilt sich wiederum in zwei getrennte Geschäftsbereiche – Privatkunden und Immobilienfirmenkunden.

Im Bereich Privatkunden, der 60% des Gesamtumsatzes ausmacht, agiert Dr. Klein als Vermittler für Finanzdienstleistungen aus den Bereichen Girokonto und Tagesgeld, Versicherungen und Geldanlagen sowie Immobilienfinanzierungen und Ratenkredite. Dabei nutzt das Unternehmen seine langjährigen Beziehungen zu namhaften Banken und Versicherungen, um seinen Kunden individuelle Produkte zu attraktiven Konditionen bieten zu können.

Der seit 1954 bestehende Geschäftsbereich Immobilienfirmenkunden entwickelt für Unternehmen ein breites Spektrum anbieterunabhängiger Produkte und Dienstleistungen, die von der Umsetzung einer Finanzierung über die Beratung bei der Optimierung der Finanzierungsstrukturen bis zur Entwicklung maßgeschneiderter Versicherungslösungen reichen. Größte Kundengruppe ist die deutsche Wohnungswirtschaft. Dr. Klein ist in diesem Bereich bei der Durchführung von Finanzierungen Marktführer. Der Umsatz in diesem Bereich betrug in 2009 etwa 6,4 Mio. Euro. Dies entspricht einem Anteil am Gesamtumsatz von knapp 13%.

Strategische Entwicklung von Dr. Klein

1996 vollzog Dr. Klein den Schritt ins Internet. Die Internetseite bot damals schon eine Vielzahl von Immobilien-, Finanzierungs- und Verbraucherinformationen. Heute gehört das Internetangebot des Unternehmens zu den drei

meistbesuchten Immobilienseiten im deutschsprachigen Raum. Seit 2001 forciert Dr. Klein darüber hinaus den Ausbau seines regionalen Filialnetzes.

Im Jahr 2003 rief Dr. Klein mit Qualitypool einen freien Maklerpool ins Leben, dem sich kleine bis mittelgroße Finanzdienstleister anschließen können und die von Dr. Klein mit Leads versorgt werden. Die folgende Tabelle zeigt den Ausbau des Vertriebsnetzes:

Entwicklungs Vertriebskraft (Quelle: Hypoport AG)	2008	2009	H1 / 2010
Mitarbeiter im Telefonvertrieb	47	42	0*
Berater Filialvertrieb	235	389	479
Filialen von Franchisenehmern	154	175	187
Unabhängige Makler im Finanzvertrieb	1701	2382	2689

* Mitarbeiter aus dem Telefonvertrieb wurde in den Filialvertrieb integriert

Folglich deckt der Dr. Klein mit seiner Vertriebsstruktur alle Kundenbedürfnisse ab:

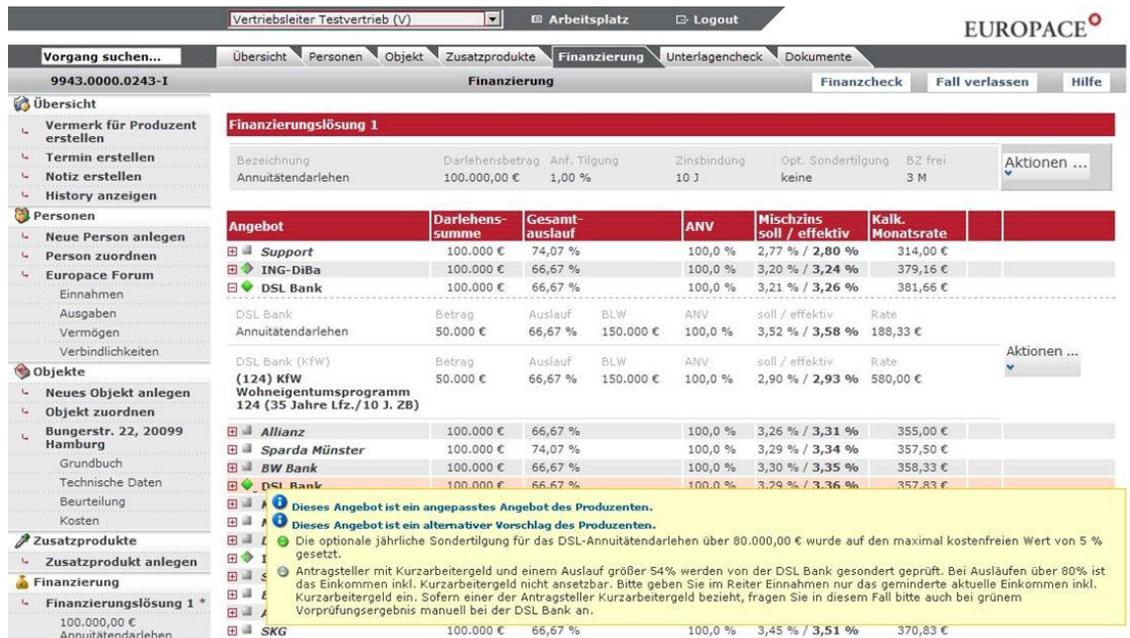
- Informationen im Internet über die eigenen Plattformen wie preisvergleich.de
- Persönliche Kontaktaufnahme über den telefonischen Support, der heute über den Flagship-Store in Lübeck abgewickelt wird
- Betreuung vor Ort über Filialgeschäfte oder freie Makler

B2B Finanzmarktplatz

Das Segment B2B-Finanzmarktplätze teilt sich in zwei Bereiche auf. Das Unternehmen unterscheidet hier die Plattformen für institutionelle Kunden auf der einen Seite und Finanzdienstleister auf der anderen.

Finanzdienstleister (Banken, Bausparkassen, Versicherungen) nutzen die EUROPACE-Plattform der Hypoport AG zur Abwicklung des Vertriebs von Finanzprodukten. Im Marktsegment der unabhängigen Finanzvertriebe verfügt EUROPACE in Deutschland bereits über einen Marktanteil von 30%.

EUROPACE verbindet via Internet eine Vielzahl von Produzenten (z.B. Banken, Versicherungen und Bausparkassen) mit mehrere tausend Finanzberatern. Die Plattform stellt somit den Zugang zu Vertriebspartnern her und ermöglicht den Vertragsabschluss zwischen den jeweiligen Produkthanbietern und dem Endkunden. Es handelt sich somit um eine Softwarelösung für einen Finanzmarktplatz. Folgende Grafik zeigt einen Screenshot von EUROPACE (Quelle: Hypoport AG):



The screenshot displays the EUROPACE interface for a financing solution. The main table shows offers from various banks for a 100,000 € annuity loan with a 1.00% interest rate and 10-year term. The table includes columns for bank name, loan amount, interest rate, term, and monthly payment. A yellow callout box highlights a specific offer from DSL Bank, noting it as an alternative proposal from the producer and mentioning a 5% interest-free period for loans over 80,000 €. The interface also includes navigation tabs like 'Übersicht', 'Personen', 'Objekt', and 'Finanzierung', along with a sidebar menu for creating and managing financing solutions.

Angebot	Darlehenssumme	Gesamtauslauf	ANV	Mischzins soll / effektiv	Kalk. Monatsrate
Support	100.000 €	74,07 %	100,0 %	2,77 % / 2,80 %	314,00 €
ING-DiBa	100.000 €	66,67 %	100,0 %	3,20 % / 3,24 %	379,16 €
DSL Bank	100.000 €	66,67 %	100,0 %	3,21 % / 3,26 %	381,66 €

Dabei arbeitet EUROPACE mit einem transaktionsabhängigen Preismodell. Hypoport erhält bei einem Abschluss über EUROPACE eine Gebühr, die von der Darlehenssumme und der Darlehenslaufzeit abhängig ist. Jedes Jahr

Laufzeit entspricht dabei einem Basispunkt der jeweiligen Darlehenssumme. Die Basispunkte werden über die Laufzeit mit dem Darlehenszins diskontiert. Folgende Tabelle zeigt eine Beispielrechnung auf Basis eines Darlehens über 100.000 Euro bei einer Laufzeit von 10 Jahren und einem Darlehenszins von 4,5%:

EUROPACE Gebührenmodell (Quelle: L+S Broker GmbH)										
Jahr	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
Provision unabgezinst (in Euro)	10	10	10	10	10	10	10	10	10	10
Abzinsungsfaktor (in %)	1,045	1,092	1,141	1,193	1,246	1,302	1,361	1,422	1,486	1,553
Provision abgezinst (in Euro)	9,569	9,157	8,763	8,386	8,025	7,679	7,348	7,032	6,729	6,439
Umsatz Hypoport (in Euro)	79,13									

Im **Geschäftsbereich „Institutionelle Kunden“** unterstützt Hypoport Darlehensgeber in ihrer Rolle als Emittenten bei der Verbriefung von Kreditportfolien. Dabei bietet Hypoport Dienstleistungen im Zusammenhang mit dem Datenmanagement, der Portfoliobewertung und der Erstellung von Investoren-Reports bei der Verbriefung von hypothekarisch besicherten Darlehensforderungen an. Dieser Geschäftsbereich ist in den Niederlanden ansässig (Hypoport B.V.).

Vorstand

Ronald Slabke (Dipl. Betriebswirt/BA) ist Vorstandsvorsitzender der Hypoport AG. Herr Slabke wurde 1973 geboren und war nach seinem Studium der Betriebswirtschaft von 1995 bis 1996 als Kundenbetreuer im nationalen Investorengeschäft der Westdeutschen ImmobilienBank tätig. Mitte 1996 wechselte Herr Slabke KG als Assistent der Geschäftsleitung zur Dr. Klein & Co. GmbH & Co. Zwei Jahre später wurde ihm Prokura erteilt. Ab Ende 1998 baute er in dieser Verantwortung den neuen Geschäftsbereich Privatkunden auf. Im Januar 2000 erfolgte die Berufung in den Vorstand der Dr. Klein & Co. AG (vormals Dr. Klein & Co. GmbH & Co. KG), wo er für die Ressorts Privatkunden, Informationstechnologie und Finanzen zuständig war. Im Jahr 2002 nach der erfolgten Eingliederung der Dr. Klein & Co. AG in den Hypoport-Konzern wechselte Herr Slabke in den Vorstand. Von 2007 bis Mai 2010 fungierte er als Co-CEO. Seit 1. Juni 2010 ist Herr Slabke Vorsitzender des Vorstandes der Hypoport AG.

Thilo Wiegand wurde zum 1. Juni 2008 in den Vorstand der Hypoport AG berufen. Der gelernte Bankkaufmann und Sparkassenbetriebswirt wurde 1956 geboren und war von 1991 bis 2003 in verschiedenen Führungspositionen bei der Deutschen Bank im Bereich Immobilienfinanzierung tätig. Zuletzt war er hier als Produktmanager Baufinanzierungen für die zur Deutschen Bank gehörende moneyshelf.com AG sowie den kompletten Drittbankenvertrieb von Baufinanzierungen der Deutschen Bank über das Internet einschließlich Partnerbetreuung und Back-Office verantwortlich. Von 2003 bis 2008 war Herr Wiegand Geschäftsführer der Hypoport-Tochter Qualitypool GmbH und verantwortlich für die Konzeption und den erfolgreichen Aufbau des Qualitätsservices für Finanzdienstleister. Heute ist er neben seiner Mitgliedschaft im Vorstand auch Mitglied des Group Executive Committee der Hypoport AG.

Stephan Garawecki gehört dem Vorstand der Hypoport AG seit Juni 2010 an. Der Dipl. Betriebswirt war nach seinem Studium (1998 bis 2000) beim Deutschen Ring in führender Position im Produktmanagement für den Bereich Bausparen tätig. Bei der FinanceScout24, einem Internetportal, baute er ab 2000 den Geschäftsbereich Versicherungen auf und verantwortete als Director Products & Sales die Produktbereiche Versicherungen, Kredite und Geldanlagen. Seit September 2004 ist Herr Garawecki Vorstand der Dr. Klein & Co. AG. Als solcher ist er zuständig für den Bereich Privatkunden (Versicherungen, Finanzierung, Geldanlage). Er verantwortet das Privatkundengeschäft für diese Geschäftsfelder sowie das gewerbliche Versicherungsgeschäft über alle Vertriebskanäle.

Hans Peter Trampe, Jahrgang 1963, ist ebenfalls seit Juni 2010 Vorstandsmitglied der Hypoport AG. Nach seiner Ausbildung zum Bankkaufmann bei der Deutschen Bank (1985-1987 in Hannover) sammelte Herr Trampe bereits während seines Studiums der Betriebswirtschaft (1987-1993 in Göttingen) erste praktische Erfahrungen als kaufmännischer Mitarbeiter im Betrieb seiner Eltern. Nach Abschluss des Studiums wechselte er zur Weberbank, wo er von 1993 bis 1996 als Firmenkundenbetreuer tätig war. Bei seiner nächsten Station (1996-2001), der Deutschen Kreditbank, baute er später das Gesamtgeschäft Wohnungswirtschaft für die alten Bundesländer auf. Seit Juli 2001 ist er bei der Dr. Klein & Co. AG im Bereich Immobilienfirmenkunden tätig. Hier übernahm er im März 2002 die Leitung. Im August 2004 wurde Herr Trampe schließlich in den Vorstand der Dr. Klein & Co. AG berufen.

Aufsichtsrat

Dr. Ottheinz Jung-Senssfelder ist seit 2005 im Aufsichtsrat und inzwischen Aufsichtsratsvorsitzender der Hypoport AG. Er wurde 1944 geboren und war von 1982 bis 1987 Leiter der Bayerischen Vereinsbank, Niederlassung Saarbrücken, und wurde 1987 in den Vorstand der Simonbank AG, Düsseldorf, berufen. Von 1992 bis 2002 war er

Mitglied des Vorstands der Nürnberger Hypothekenbank AG, später der durch Fusion entstandenen HVB Real Estate Bank AG, München. Seit 2002 ist Herr Dr. Jung-Senssfelder als Rechtsanwalt tätig.

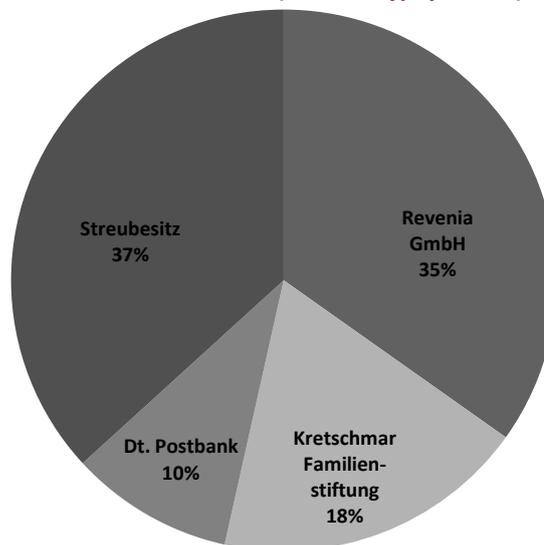
Prof. Dr. Thomas Kretschmar ist Gründer der heutigen Hypoport AG und seit 2010 Mitglied des Aufsichtsrates, wo er die Rolle des stellvertretenden Vorsitzenden einnimmt. Herr Prof. Dr. Kretschmar wurde 1963 geboren. 1987 schloss er sein Studium der Betriebswirtschaft an der Universität Göttingen ab. Bereits seit 1986 war er bis 1995 als selbständiger Unternehmensberater mit den Schwerpunkten Informationstechnologie und Management Consulting tätig. Von 1995 bis 1998 war Prof. Dr. Kretschmar als Mitglied der Geschäftsleitung der Droege & Comp. Internationale Unternehmer-Beratung, Düsseldorf, für den Bereich Immobilienfinanzierer zuständig. Von 1998 bis 2001 war er Leiter des Instituts für Dienstleistungsmanagement GmbH, Berlin, mit Schwerpunkt Strategieberatung Banken (heutige Hypoport Systems GmbH). 1999 gründete er die heutige Hypoport AG. Parallel war er von 1997 bis 2005 ordentlicher Professor an der Fachhochschule für Technik und Wirtschaft, Berlin, mit dem Schwerpunkt Bankinformatik. Von April 2002 bis 2007 war Prof. Dr. Kretschmar Sprecher des Vorstandes der Hypoport AG, von 2007 bis Mai 2010 Co-CEO.

Christian Schröder, Jahrgang 1955 ist bereits seit 2002 im Aufsichtsrat der Hypoport AG. Der studierte Betriebswirt war nach Abschluss seines Studiums im Jahr 1981 an der Universität Hamburg bis 1990 bei einer angloamerikanischen Wirtschaftsprüfungsgesellschaft tätig. 1986 erfolgte die Bestellung zum Steuerberater und 1989 zum Wirtschaftsprüfer. Seit 1990 ist Herr Schröder Partner in der Wirtschaftsprüfer- und Steuerberatungssozietät Ch. Schröder – J. Becker, Lübeck.

Aktionärsstruktur

Größter Aktionär von Hypoport ist die Beteiligungsgesellschaft des CEO Ronald Slapke Revenia GmbH. Diese hält 34,85% der Anteile. Die Familienstiftung des ehemaligen Vorstandes und jetzigen Aufsichtsratsmitglieds Dr. Thomas Kretschmar ist mit 18,63% zweitgrößter Aktionär der Hypoport AG. Die Deutsche Postbank, die zu den wichtigen Kunden zählt, hält 9,71% der Stimmrechte.

Aktionärsstruktur (Quelle: Hypoport AG)



Der **Freefloat** (36,82%) enthält Anteile...

... der übrigen Vorstandsmitglieder (ca. 8%)

...sowie zahlreiche Aktien im Bestand der Mitarbeiter (insgesamt ca. 10%)

ANHANG

DCF Modell

Angaben in Mio. EUR EUR	2010e	2011e	2012e	2013e	2014e	2015e	2016e	Terminal Value
Umsatz	59,7	67,4	73,1	78,9	84,5	89,8	94,9	97,2
Veränderung	18,3%	12,9%	8,5%	8,0%	7,0%	6,3%	5,7%	2,5%
EBIT	3,2	5,4	7,1	6,9	8,4	9,9	11,4	12,6
EBIT-Marge	5,3%	8,0%	9,7%	8,8%	10,0%	11,0%	12,0%	13,00%
NOPAT	2,3	3,9	5,1	5,0	6,1	7,1	8,2	9,1
Abschreibungen	4,6	4,9	5,1	4,8	3,6	3,1	2,9	3,0
in % vom Umsatz	7,8%	7,2%	7,0%	6,1%	4,3%	3,4%	3,1%	3,1%
Liquiditätsveränderung								
- Working Capital	-1,0	-1,4	-1,2	-0,9	-1,3	-1,1	-1,0	-0,5
- Investitionen	-6,0	-6,1	-6,0	-3,3	-3,2	-3,1	-2,9	-3,1
Investitionsquote	10,0%	9,0%	8,2%	4,2%	3,8%	3,4%	3,1%	3,2%
Übriges	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Free Cash Flow (WACC-Modell)	-0,1	1,3	3,0	5,6	5,2	6,1	7,2	8,5
WACC	8,3%							
Present Value	-0,1	1,2	2,5	4,3	3,7	4,0	4,3	82,3
Kumuliert	-0,1	1,1	3,6	7,9	11,6	15,6	19,9	102,2

Wertermittlung (Mio. EUR)

Total present value (Tpv)	102,2
Terminal Value	82,3
Anteil vom Tpv-Wert	81%
Verbindlichkeiten	21,0
Liquide Mittel	8,5
Eigenkapitalwert	89,8

Aktienzahl (Mio.)	6,18
Wert je Aktie (EUR)	14,56
+Upside / -Downside	54%
Aktienkurs (EUR)	9,47

Modellparameter

Fremdkapitalquote	45,00%
Fremdkapitalzins	6,0%
Marktrendite	9,00%
risikofreie Rendite	2,50%
Beta	1,40
WACC	8,32%
ewiges Wachstum	2,50%

Umsatzwachstumsraten und Margenerwartungen

Kurzfristige Umsatzwachstumsannahmen	2010-2013	9,8%
Mittelfristige Umsatzwachstumsannahmen	2010-2015	8,5%
Langfristige Umsatzwachstumsannahmen	ab 2017	2,5%
Kurzfristige durchschnittliche EBIT-Marge	2010-2013	8,0%
Mittelfristige durchschnittliche EBIT-Marge	2010-2015	8,8%
Langfristige EBIT-Marge		13,0%

Sensitivität Wert je Aktie (EUR) ewiges Wachstum

WACC	1,75%	2,25%	2,50%	2,75%	3,25%
9,32%	10,71	11,39	11,76	12,17	13,08
8,82%	11,79	12,60	13,05	13,54	14,65
8,32%	13,04	14,01	14,56	15,16	16,53
7,82%	14,51	15,69	16,37	17,11	18,84
7,32%	16,25	17,71	18,56	19,50	21,72

Sensitivität Wert je Aktie (EUR) EBIT-Marge ab 2017e

WACC	12,50%	12,75%	13,00%	13,25%	13,50%
9,32%	11,33	11,55	11,76	11,98	12,20
8,82%	12,56	12,81	13,05	13,29	13,54
8,32%	14,01	14,29	14,56	14,84	15,11
7,82%	15,75	16,06	16,37	16,68	16,99
7,32%	17,85	18,20	18,56	18,91	19,27

Quelle: L+S Broker GmbH

G&V (in Mio. EUR) Hypoport AG	2008	2009	2010e	2011e	2012e
Umsatz	52,7	50,5	59,7	67,4	73,1
aktivierte Eigenleistung	3,8	4,6	6,2	6,1	5,8
Vertriebskosten	18,5	18,5	22,8	25,1	26,8
Personalaufwand	20,2	21,7	24,7	26,3	27,4
sonstige betriebliche Aufwendungen	10,5	11,0	11,8	13,0	13,9
Sonstige betriebliche Erträge	0,7	1,0	1,1	1,2	1,4
EBITDA	8,1	4,9	7,8	10,3	12,2
Abschreibungen auf Sachanlagen	0,8	0,7	0,7	0,8	0,9
EBITA	7,3	4,2	7,1	9,4	11,3
Amortisation immaterielle Vermögensgegenstände	2,3	3,0	3,9	4,0	4,2
Impairment Charges und Amortisation Goodwill	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
EBIT	5,0	1,2	3,2	5,4	7,1
Zinsertrag	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1
Zinsaufwendungen	1,0	1,1	1,0	1,0	0,9
Finanzergebnis	-0,9	-1,0	-0,9	-0,9	-0,8
Ergebnis der gewöhnlichen Geschäftstätigkeit	4,1	0,3	2,3	4,5	6,3
Außerordentliches Ergebnis	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
EBT	4,1	0,3	2,3	4,5	6,3
EE-Steuern	1,0	0,5	0,6	1,3	1,8
Jahresüberschuss aus fortgeführter Geschäftstätigkeit	-3,4	-0,1	0,0	0,0	0,0
Ergebnis aus nicht fortgeführter Geschäftstätigkeit (netto)	-3,4	-0,1	0,0	0,0	0,0
Jahresüberschuss	-0,3	-0,3	1,6	3,3	4,5
Anteile Dritter	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Jahresüberschuss nach Anteilen Dritter	3,1	-0,3	1,6	3,3	4,5

Quellen: Unternehmen (berichtete Daten), L+S (Prognosen)

G&V (in % vom Umsatz) Hypoport AG	2008	2009	2010e	2011e	2012e
Umsatzerlöse	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%
aktivierte Eigenleistung	7,2%	9,1%	10,4%	9,0%	8,0%
Vertriebskosten	35,0%	36,6%	38,2%	37,3%	36,7%
Personalaufwand	38,4%	43,0%	41,3%	39,0%	37,5%
sonstige betriebliche Aufwendungen	19,8%	21,8%	19,7%	19,3%	19,0%
Sonstige betriebliche Erträge	1,4%	2,0%	1,9%	1,8%	1,9%
EBITDA	15,3%	9,7%	13,1%	15,2%	16,7%
Abschreibungen auf Sachanlagen	1,5%	1,3%	1,2%	1,2%	1,3%
EBITA	13,8%	8,4%	11,8%	14,0%	15,5%
Amortisation immaterielle Vermögensgegenstände	4,4%	6,0%	6,5%	6,0%	5,7%
Impairment Charges und Amortisation Goodwill	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
EBIT	9,4%	2,4%	5,3%	8,0%	9,7%
Zinsertrag	0,2%	0,3%	0,2%	0,2%	0,2%
Zinsaufwendungen	1,9%	2,2%	1,7%	1,5%	1,2%
Finanzergebnis	-1,6%	-1,9%	-1,5%	-1,3%	-1,1%
Ergebnis der gewöhnlichen Geschäftstätigkeit	7,8%	0,5%	3,8%	6,7%	8,6%
Außerordentliches Ergebnis	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
EBT	7,8%	0,5%	3,8%	6,7%	8,6%
EE-Steuern	1,9%	1,1%	1,1%	1,9%	2,4%
Jahresüberschuss nach Anteilen Dritter	5,9%	-0,6%	2,8%	4,8%	6,2%

Quellen: Unternehmen (berichtete Daten), L+S (Prognosen)

Bilanz (in Mio. EUR) Hypoport AG	2008	2009	2010e	2011e	2012e
AKTIVA					
Immaterielle Vermögensgegenstände	23,9	25,6	26,7	27,8	28,4
Sachanlagen	2,0	1,8	2,0	2,1	2,4
Finanzanlagen	1,4	0,4	0,4	0,4	0,4
Anlagevermögen	27,4	27,8	29,2	30,4	31,2
Forderungen und sonstige Vermögensgegenstände	20,0	19,0	20,5	22,3	24,3
Liquide Mittel	7,5	7,2	8,5	9,2	9,6
Umlaufvermögen	28,5	27,0	29,9	32,4	34,8
Bilanzsumme	55,9	54,8	59,0	62,7	66,0
PASSIVA					
Eigenkapital	24,0	23,7	25,4	28,6	33,2
Anteile Dritter	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2
Rückstellungen	0,1	0,2	0,2	0,2	0,2
Zinstragende Verbindlichkeiten	21,3	18,9	21,0	21,0	19,0
Sonstige Verbindlichkeiten	10,3	11,9	12,3	12,8	13,5
Verbindlichkeiten	31,6	30,7	33,3	33,7	32,5
Bilanzsumme	55,9	54,8	59,0	62,7	66,0

Quellen: Unternehmen (berichtete Daten), L+S (Prognosen)

Bilanz (in % der Bilanzsumme) Hypoport AG	2008	2009	2010e	2011e	2012e
AKTIVA					
Immaterielle Vermögensgegenstände	42,9%	46,8%	45,3%	44,3%	43,0%
Sachanlagen	3,6%	3,2%	3,3%	3,4%	3,6%
Finanzanlagen	2,5%	0,8%	0,7%	0,7%	0,7%
Anlagevermögen	49,0%	50,8%	49,4%	48,4%	47,3%
Forderungen und sonstige Vermögensgegenstände	35,8%	34,7%	34,8%	35,6%	36,9%
Liquide Mittel	13,3%	13,1%	14,4%	14,7%	14,6%
Umlaufvermögen	51,0%	49,2%	50,6%	51,6%	52,7%
Bilanzsumme	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%
PASSIVA					
Eigenkapital	43,0%	43,3%	43,0%	45,7%	50,3%
Anteile Dritter	0,4%	0,4%	0,3%	0,3%	0,3%
Rückstellungen	0,1%	0,3%	0,3%	0,3%	0,2%
Zinstragende Verbindlichkeiten	38,1%	34,4%	35,5%	33,4%	28,7%
Sonstige Verbindlichkeiten	18,5%	21,6%	20,9%	20,4%	20,5%
Verbindlichkeiten	56,5%	56,0%	56,4%	53,8%	49,2%
Bilanzsumme	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%

Quellen: Unternehmen (berichtete Daten), L+S (Prognosen)

Kapitalflussrechnung (in Mio. EUR) Hypoport AG	2008	2009	2010e	2011e	2012e
Jahresüberschuss/ -fehlbetrag	-0,3	-0,3	1,6	3,3	4,5
Abschreibung Anlagevermögen	0,8	0,7	0,7	0,8	0,9
Amortisation Goodwill	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Amortisation immaterielle Vermögensgegenstände	2,3	3,0	3,9	4,0	4,2
Veränderung langfristige Rückstellungen	0,0	0,1	0,0	0,0	0,0
Sonstige zahlungsunwirksame Erträge/Aufwendungen	1,3	0,7	0,0	0,0	0,0
Cash Flow	4,1	4,1	6,3	8,1	9,7
Veränderung Vorräte	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Veränderung Forderungen aus L+L	-2,6	1,5	-1,5	-1,8	-2,0
Veränderung Verb. aus L+L + erh. Anzahlungen	1,9	0,9	0,5	0,4	0,8
Veränderung sonstige Working Capital Posten	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Veränderung Working Capital	-0,7	2,3	-1,0	-1,4	-1,2
Cash Flow aus operativer Tätigkeit	3,4	6,5	5,2	6,7	8,4
CAPEX	-6,4	-5,6	-6,0	-6,1	-6,0
Zugänge aus Akquisitionen	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Finanzanlageninvestitionen	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Erlöse aus Anlageabgängen	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Cash Flow aus Investitionstätigkeit	-6,4	-5,6	-6,0	-6,1	-6,0
Dividendenzahlung	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Veränderung Finanzverbindlichkeiten	0,0	0,0	2,1	0,0	-2,0
Erwerb eigener Aktien	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Kapitalmaßnahmen	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Sonstiges	7,3	-1,2	0,0	0,0	0,0
Cash Flow aus Finanzierungstätigkeit	7,3	-1,2	2,1	0,0	-2,0
Effekte aus Wechselkursänderungen	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Veränderung liquide Mittel	4,3	-0,3	1,4	0,7	0,4
Endbestand liquide Mittel	7,4	7,2	8,5	9,2	9,6

Quellen: Unternehmen (berichtete Daten), L+S (Prognosen)

Kennzahlen Hypoport AG	2008	2009	2010e	2011e	2012e
Operative Effizienz					
Operativer Aufwand / Umsatz (%)	99,1%	108,7%	107,0%	102,8%	100,2%
EBIT-Rendite (%)	9,4%	2,4%	5,3%	8,0%	9,7%
ROA (%)	-1,0%	-1,2%	5,7%	10,8%	14,6%
Kapitaleffizienz					
Umschlag des eingesetzten Kapitals	1,2	1,2	1,3	1,3	1,4
Kapitalverzinsung					
ROCE (%)	10,9%	2,8%	7,1%	11,2%	13,9%
EBITDA / Durchschn. Capital Employed (%)	17,7%	11,1%	17,4%	21,3%	23,8%
ROE (%)	-1,2%	-1,5%	6,5%	11,4%	13,7%
ROIC (%)	6,7%	-0,7%	3,5%	6,5%	8,6%
Solvenz					
Nettoverschuldung zum Jahresende	13.813	11.698	12.426	11.748	9.317
Net Gearing (%)	57,5%	49,3%	49,0%	41,0%	28,1%
Zinstragende Verbindlichkeiten / Eigenkapital (%)	88,6%	79,5%	82,6%	73,2%	57,1%
Current Ratio	2,4	2,0	2,1	2,2	2,3
Acid Test Ratio	2,4	2,0	2,1	2,2	2,3
EBITDA / Zinsaufwand	8,2	4,5	7,8	10,3	13,6
Zinsdeckung	5,1	999,0	999,0	999,0	999,0
Kapitalfluss					
Free Cash Flow (Mio. EUR)	-2.952	868	-728	677	2.431
Free Cash Flow / Umsatz (%)	-5,6%	1,7%	-1,2%	1,0%	3,3%
Adj. Free Cash Flow (Mio. EUR)	7.103	4.093	4.535	6.839	8.663
Adj. Free Cash Flow / Umsatz (%)	13,5%	8,1%	7,6%	10,1%	11,9%
Free Cash Flow / Jahresüberschuss (%)	1050,5%	-250,9%	-44,1%	20,7%	53,5%
Zinsertrag / durchschn. Liquide Mittel (%)	18,6%	14,9%	12,7%	11,3%	9,6%
Zinsaufwand / durchschn. zinstragende Verbindl. (%)	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Dividend Payout Ratio (%)	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Mittelverwendung					
Sachanlageinvestitionen / Umsatz (%)	-12,1%	-11,1%	-10,0%	-9,0%	-8,2%
Erhaltungsinvestitionen / Umsatz (%)	1,5%	1,3%	1,2%	1,2%	1,3%
Capex / Abschreibungen (%)	-206,9%	-152,1%	-129,0%	-125,0%	-117,1%
Durchschn. Working Capital / Umsatz (%)	24,8%	24,2%	19,4%	19,0%	19,3%
Verbindlichkeiten LuL / Forderungen LuL (%)	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Inventory processing period (Tage)	n.m.	n.m.	n.m.	n.m.	n.m.
Receivables collection period (Tage)	127	122	112	109	111
Payables payment period (Tage)	34	41	38	36	37
Cash Conversion Cycle (Tage)	n.m.	n.m.	n.m.	n.m.	n.m.

Quellen: Unternehmen (berichtete Daten), L+S (Prognosen)

Kontakt

Impressum

Lang & Schwarz Broker GmbH

Goetheplatz, 4

60311 Frankfurt am Main

Fax: + 49 (0)69.244 33 177-449

Kontakt

Büro Frankfurt

Tel.: + 49 (0)69 244 33 177 -

Kai Brenner - 422

Giuseppe Amato - 513

Jens Strack - 428

Goran Alfort - 431

Erhan Aslan - 411

Thorsten Raczkowiak - 414

Manolo Barja - 424

Büro Düsseldorf

Tel.: + 49 (0)211 138 4 0 -

Peter Zahn - 410

Roberto Spinozzi - 406

Corinna Lange - 525

Unsere Empfehlungen basieren auf öffentlichen Informationen, die wir als zuverlässig erachten, für die wir aber keine Gewähr übernehmen, genauso wie wir für Vollständigkeit und Genauigkeit nicht garantieren. Wir behalten uns vor, unsere hier geäußerte Meinung jederzeit und ohne Vorankündigung zu ändern. Die Meinungen und Anlageempfehlungen in unseren Publikationen können, je nach Anlageziel, hinsichtlich Anlagerisiko, Zeithorizont und/oder bezüglich der Gesamtposition für bestimmte Investoren nicht verwendbar sein. Die Kursdaten und Charts stammen von Bloomberg, Reuters und SystemSoft. Nachdruck, Vervielfältigung oder elektronische Verbreitung nur mit schriftlicher Genehmigung der Lang & Schwarz Broker GmbH.

Disclaimer

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

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

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

Erklärung gemäß § 34b WpHG und FinAnV über mögliche Interessenkonflikte:

Die Lang & Schwarz Broker GmbH hat mit diesem Unternehmen eine Vereinbarung über die Erstellung einer Finanzanalyse getroffen. Die Finanzanalyse wurde dem Emittenten vor ihrer Veröffentlichung zugänglich gemacht.

Erklärung gemäß § 34b WpHG und FinAnV über zusätzliche Angaben:

Die Aktualisierung der vorliegenden Publikation erfolgt bei Anlässen, die nach Einschätzung von Lang & Schwarz kursrelevant sein können. Eine konkrete Aktualisierung der vorliegenden Analyse zu einem festen Zeitpunkt ist aktuell terminlich noch nicht festgelegt. Die Analysten behalten sich vor, eine Aktualisierung der Analyse unangekündigt vorzunehmen.

Wesentliche Grundlagen und Maßstäbe der im Dokument enthaltenen Werturteile: Die Bewertungen, die den Anlageurteilen der Lang & Schwarz AG zugrunde liegen, stützen sich auf allgemein anerkannte und weit verbreitete Methoden der fundamentalen Analyse, wie das DCF-Modell, Peer-Group-Vergleiche, gegebenenfalls auf ein Sum-of-the-parts-Modell.

Bedeutung des Anlageurteils:

Kaufen: Nach Auffassung des Analysten der Lang & Schwarz Broker GmbH steigt der Aktienkurs innerhalb der kommenden zwölf Monate, sofern textlich nicht ein anderer Zeithorizont explizit genannt wird.

Halten: Nach Auffassung des Analysten der Lang & Schwarz Broker GmbH bleibt der Aktienkurs innerhalb der kommenden zwölf Monate stabil, sofern textlich nicht ein anderer Zeithorizont explizit genannt wird.

Verkaufen: Nach Auffassung des Analysten der Lang & Schwarz Broker GmbH fällt der Aktienkurs innerhalb der kommenden zwölf Monate, sofern textlich nicht ein anderer Zeithorizont explizit genannt wird.

Zuständige Aufsichtsbehörde:

Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht

Lurgiallee 12

60439 Frankfurt

Lurgiallee 12

60439 Frankfurt