



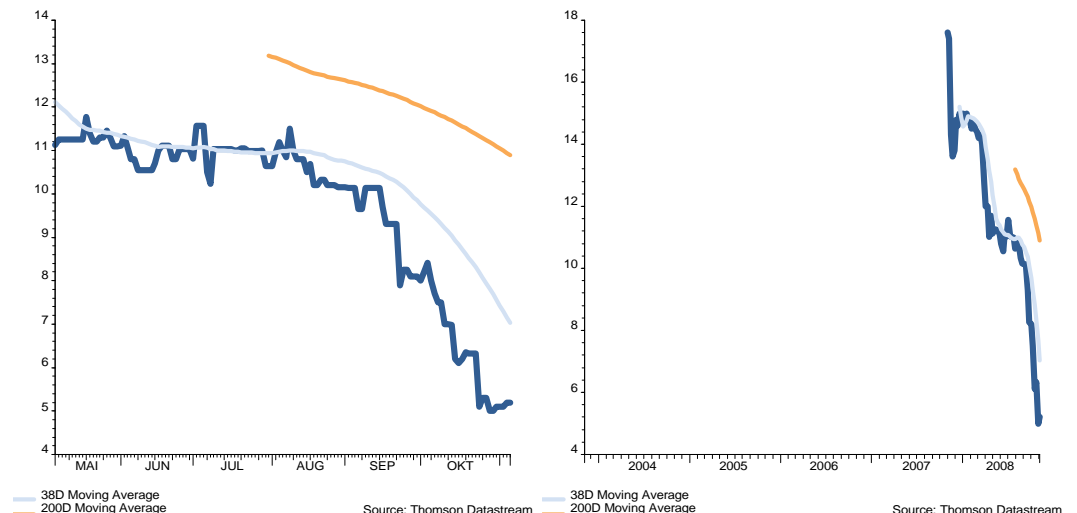
# Hypoport

**Rating**

**Halten (Ersteinstufung)**

## Innovativer Allfinanzdienstleister

- Geschäftsmodell bietet Wachstumspotenzial ▶
- Hohes Synergiepotenzial dank Skalierbarkeit ▶
- Finanzkrise dürfte Wachstumsdelle verursachen ▶
- Ersteinstufung der Aktie mit Halten und Kursziel 6,10 € ▶



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



## Halten

**Kursziel: 6,10 €**

Kurs: 5,20 €

06.11.08

17:30 h

Letztes Rating/ Kursz.:

n.a. / n.a. €

Letzte Analyse:

n.a.

S&P-Rating: n.a.

n.a.

Anzahl Aktien:

6,1 Mio.

Marktkapitalisierung:

31,7 Mio. €

Index: Prime All Share

Indexgewicht: n.a.

Beta: 1,15

Rechnungslegung:

-IFRS

Kalender:Q3

am 10.11.2008

Dividende 2008e: 0,00

Div. Rendite 2008e:

0,00 %

ISIN: DE0005493365

Bloomberg: HYQ GY

Reuters: HYQGn.DE

**Olaf Kayser**

Diplom-Kaufmann, CEFA

Investmentanalyst

Tel. +49 711 127-42762

Olaf.Kayser@LBBW.de

**Equity Research**

Landesbank Baden-Württemberg

Am Hauptbahnhof 2

70173 Stuttgart

[www.LBBW.de](http://www.LBBW.de)

## Hypoport

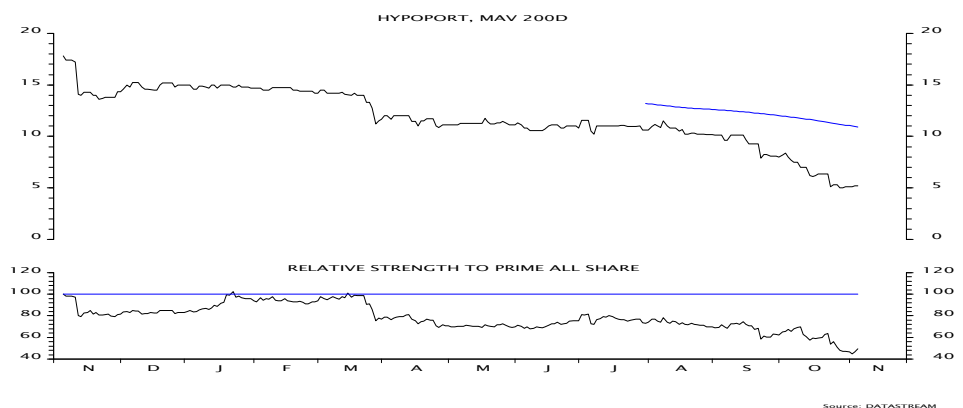
07.11.2008

### Komplementäres Geschäftsmodell bietet Wachstumspotenzial

Der Hypoport-Konzern ist ein internetbasierter Allfinanzdienstleister. Das Geschäftsmodell basiert auf zwei voneinander profitierenden Säulen, Allfinanzvertrieb und B2B Finanzmarktplätze. Die anhaltende Finanzkrise wird auch die Geschäftsentwicklung von Hypoport beeinträchtigen, dennoch steckt in dem Geschäftsmodell genügend Potenzial, das für zukünftiges Umsatz- und Ergebniswachstum spricht. Wir sehen in der Aktie eine Halten-Empfehlung.

Aktienkenn- zahlen	Gewinn je Aktie		EV/Umsatz	EV/EBITDA	KGV
	neu €	bisher €			
2007	0,70	n.a.	2,4	13,9	7,4
2008e	0,08	n.a.	0,8	7,0	65,0
2009e	0,81	n.a.	0,7	3,7	6,4
2010e	0,97	n.a.	0,6	3,3	5,4

Unternehmens- zahlen	Umsatz Mio. €	EBITDA Mio. €	EBIT Mio. €	EBIT-Marge	Netto- ergebnis Mio. €
2007e	41,7	7,3	4,0	8,8 %	4,3
2008e	54,4	6,5	1,4	2,5 %	0,5
2009e	63,0	12,2	7,9	11,7 %	4,9
2010e	70,0	13,9	9,4	12,4 %	5,9



### Stenogramm

- + Skalierbares Geschäftsmodell
- + Überlegener Vertriebsansatz
- + Marktführer bei Transaktionsplattformen für Finanzprod.
- + Hohe Markteintrittsbarrieren
- + Profitables Wachstum
- Geringe Liquidität der Aktie
- Margenstarke Vorsorgeprodukte bislang unterrepräsentiert
- Abhängigkeit vom Kapitalmarkt
- Schwieriges Umfeld für Baufinanzierungen

## Ansprechpartner

### Equity Research +49 711 127 -

#### Head of Equity Research Institutionals

Dr. Stefan Steib, CFA – 42662  
Stefan.Steib@LBBW.de

#### Head of Sector Analysis I

Jürgen Graf – 74114  
Juergen.Graf@LBBW.de

#### Head of Sector Analysis II

Alexander Groschke, CBA – 42712  
Alexander.Groschke@LBBW.de

#### Head of Strategy

Michael Köhler, CEFA – 42664  
Michael.Koehler@LBBW.de

#### Financials

Alex Groschke, CBA-42712  
Alexander.Groschke@LBBW.de

Olaf Kayser, CEFA – 42762

Olaf.Kayser@LBBW.de

Robert Mazzuoli, CFA – 42767

Robert.Mazzuoli@LBBW.de

Martin Peter, CEFA – 42746

Martin.Peter@LBBW.de

### Equity Sales +49 711 127 -

#### Head of Equity Sales

Uwe Müller-Kasporick - 25050  
Uwe.Mueller-Kasporick@LBBW.de

#### Institutional Sales

Manfred Kuntzsch – 25070  
Manfred.Kuntzsch@LBBW.de

#### Institutional Client Management

Felix von Lewinski – 25022  
Felix.vonLewinski@LBBW.de

#### Verbund Sales Trading

Ralf Schiller – 25060  
Ralf.Schiller@LBBW.de

#### Institutional Sales Trading

Andreas Schwarz – 25065  
Andreas.Schwarz@LBBW.de

#### UK Equity Sales

Quentin Paterson - +44-20/7826-8158

Robert Winterton - +44-20/7826-8159

Marcus Wüsten - 25069

### Derivatives Sales +49 711 127 -

#### Head of Derivatives Sales

Jan Krüger – 25110  
Jan.Krueger@LBBW.de

#### Derivatives Sales Institutionals

Florian Neuber – 25095

#### Derivatives Marketing

Oliver Gerst – 25120  
Oliver.Gerst@LBBW.de

#### Derivatives Product Management

Volker Honold – 25008

## Inhaltsverzeichnis

Executive Summary	5
SWOT-Profil	6
Bewertung	7
Empfehlung	13
Unternehmensprofil	14
Unternehmensstrategie	18
Markt und Wettbewerb	25
Das Unternehmen in Zahlen	31
Anhang	36

## Executive Summary

Der Hypoport-Konzern ist ein **internetbasierter Allfinanzdienstleister**. Das Geschäftsmodell basiert auf zwei voneinander profitierenden Säulen, **Allfinanzvertrieb und B2B Finanzmarktplätze**. Die 100%-ige Tochter Dr. Klein bildet den ersten Unternehmensteil Allfinanzvertrieb. Dieser vermittelt Privatkunden eine **breite Palette an Bank- und Finanzprodukten**, vom Girokonto über Versicherungsleistungen bis hin zur Immobilienfinanzierung über das Internet. Außerdem hat sich Dr. Klein auf die Finanzierung kommunaler und genossenschaftlicher Wohnungsunternehmen spezialisiert. Der zweite Unternehmensteil - B2B-Finanzmarktplätze - besteht aus der **Transaktionsplattform EUROPACE** mit den beiden Geschäftsbereichen Finanzdienstleister und Institutionelle Kunden. Der Geschäftsbereich Finanzdienstleister wickelt Immobilienfinanzierungen, Ratenkredite und sonstige Finanzdienstleistungsprodukte zwischen Vertriebsorganisationen und Produkthanbietern ab. Dabei stellt EUROPACE einen **virtuellen Marktplatz** dar, auf dem Vertriebsorganisationen mit Produkthanbietern Geschäfte tätigen können.

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

### Finanzkrise belastet

Den Großteil der Umsätze generiert Hypoport aus der **Vermittlung von Immobilienfinanzierungen**. Die Zahl der Baugenehmigungen ist in Deutschland seit Jahren **rückläufig** und die Verschärfung der Finanzkrise führt auch bei gewerblichen Immobilienfirmenkunden zur Zurückhaltung. Deshalb dürfte sich das dynamische Wachstum aus der Vergangenheit abschwächen. Durch den Ausbau des Filialnetzes und die stärkere Ausrichtung auf den Vertrieb von Allfinanzprodukten rechnen wir mit weiterem Umsatzwachstum in der Zukunft.

### Kurzfristiger Margeneinbruch

Die EBIT-Marge lag in H1/08 nur bei 6,8% (2007: 9,5%), was auf den Ausbau der Marktposition, vor allem im jungen Geschäftsbereich institutionelle Kunden, zurückzuführen war. Ein Einmalaufwand von rund 3 Mio. € für die Schließung des defizitären Geschäftsfeldes EUROPACE for Investors dürfte in H2/08 einen Verlust verursachen und damit die Marge erneut verwässern. Wegen der verbesserten Profitabilität rechnen wir in den nächsten Jahren mit Margen um 13%.

### Empfehlung: Halten - Kursziel 6,10 €

Wir leiten aus unserem Wertschöpfungsmodell einen fairen Wert von 6,10 € für die Hypoport Aktie ab. Auf Basis eines Peergroup-Vergleichs ließe sich zwar ein höheres Kursziel ermitteln, allerdings halten wir diesen im Falle von Hypoport für verzerrt. Wegen der derzeit hohen Prognoseunsicherheit von Finanzwerten empfehlen wir Hypoport trotz der überproportionalen Wachstumschancen nur zum Halten. Das Kursziel sehen wir bei 6,10 €.

## SWOT-Profil

### Stärken

- Die beiden Unternehmensteile Dr. Klein und EUROPACE ermöglichen die gegenseitige Hebung von Ertragssynergien und schaffen damit Mehrwert
- Dr. Klein verfügt dank der Internet-Expertise inklusive Lead-Generierung und dem Multikanalvertrieb über einen überlegenen Vertriebsansatz
- Die Marktführerschaft bei Transaktionsplattformen für Finanzprodukte sorgt dank des Marktplatzeffektes für hohe Markteintrittsbarrieren
- Die hohe Marktakzeptanz der Plattformtechnologie sowie die Skalierbarkeit des Geschäftsmodells lassen Umsatzwachstum und steigende Margen erwarten

### Schwächen

- Margenstarke Vorsorgeprodukte spielen nur eine untergeordnete Rolle
- Hohe Abhängigkeit vom Baufinanzierungsgeschäft

### Chancen

- Finanzvertriebe und Makler gewinnen weiter an Marktanteilen
- Internet gewinnt zunehmend Bedeutung als Instrument zur Informationsbeschaffung
- Die Wertschöpfungskette im Finanzdienstleistungssektor bricht weiter auf und die Wertschöpfungstiefe der Produkthanbieter sinkt. Daraus entstehen neue Betätigungsfelder für externe Dienstleister wie Hypoport.
- Hohe IT-Kompetenz zum Ausbau der B2B-Finanzmarktplätze
- Skalierbare Plattform-Technologie ermöglicht profitables Wachstum
- Der Markteintritt in neue Länder verringert die Abhängigkeit vom Heimatmarkt

### Risiken

- Abhängigkeit vom Kapitalmarktumfeld (insbesondere Zinsniveau) und den politischen Rahmenbedingungen
- Rückläufige Nachfrage nach Immobilienfinanzierungen
- Die Skalierbarkeit der EUROPACE-Plattform auf neue Produkte könnte sich verzögern
- Konkurrenz um Finanzberater könnte den Ausbau des Geschäfts bremsen

## Bewertung

Um die langfristigen Wachstumsperspektiven von Hypoport hinreichend zu berücksichtigen, führen wir unsere Bewertung mit Hilfe eines DCF-Verfahrens durch. Eine Validierung der Ergebnisse durch den Vergleich mit ähnlichen Unternehmen auf Basis des Multiple-Ansatzes folgt im Anschluss.

## Discounted Cashflow-Bewertung

Für die Berechnung der Free-Cashflows haben wir eine dreijährige Detailplanung zugrunde gelegt. In einer zweiten Phase (2011–2017) modellieren wir eine normalisierte Geschäftsentwicklung, wobei sich die hohen Wachstumsraten während der Anfangsphase eines jungen Unternehmens im Zeitablauf abschwächen dürften. Für die Berechnung des Terminal Value (Phase III) haben wir ein durchschnittliches Umsatzwachstum von 1,5% und eine EBIT-Marge von 9,5% unterstellt

### DCF-Modell - Annahmen

Risikoloser Zins	3,8%
Marktrisikoprämie Aktien	6,7%
<b>Beta-Faktor</b>	1,15
<i>Eigenkapitalkosten</i>	11,5%
Fremdkapitalkosten (nach Steuern)	5,8%
Ziel-Eigenkapitalquote	85%
WACC	10,6%
Terminal growth rate	1,5%

Quelle: LBBW

### Weitere zentrale Annahmen

Des Weiteren haben wir folgende weitere zentrale, bewertungsrelevante Annahmen getroffen:

- Das Beta schätzen wir auf 1,15.
- Wir gehen von einer Ziel-Eigenkapitalquote von 85% aus und unterstellen einen risikolosen Zinssatz von 3,8% und eine Marktrisikoprämie von 6,7%. Daraus ergibt sich ein WACC in Höhe von 10,6%.
- Das zweistellige Umsatzwachstum unserer Detailplanung wird sich in Phase II (2011 bis 2017) auf einen mittleren einstelligen Wert abschwächen.
- Die EBIT-Marge von 12,5% für 2011e betrachten wir als nachhaltig und erwarten, dass sich die Marge in Phase II (2011 bis 2017) zwischen 12 und 14% einpendelt.

Gestiegene Risikoprämie erhöht WACC

Free Cashflow (Tsd. €)	2008e	2009e	2010e	2011e	2012e	2013e	2014e	2015e	2016e	2017e
Umsatz	58.598	67.928	75.477	81.591	87.710	93.850	99.481	104.455	109.677	115.161
Wachstum (yoy)	30,1%	15,9%	11,1%	8,1%	7,5%	7,0%	6,0%	5,0%	5,0%	5,0%
<b>EBIT</b>	1.440	7.920	9.360	10.444	11.578	12.670	13.231	13.057	13.161	13.244
EBIT-Marge	2,5%	11,7%	12,4%	12,8%	13,2%	13,5%	13,3%	12,5%	12,0%	11,5%
- EE-Steuern auf das EBIT	220	2.290	2.740	3.060	3.392	3.712	3.877	3.826	3.856	3.880
Steuerquote	15,3%	28,9%	29,3%	29,3%	29,3%	29,3%	29,3%	29,3%	29,3%	29,3%
+ Abschreibungen	5.040	4.280	4.520	4.732	4.912	5.162	5.272	5.327	5.374	5.413
vom Umsatz	8,6%	6,3%	6,0%	5,8%	5,6%	5,5%	5,3%	5,1%	4,9%	4,7%
Rückstellungen	188	240	280	326	351	375	398	418	439	461
vom Umsatz	0,3%	0,4%	0,4%	0,4%	0,4%	0,4%	0,4%	0,4%	0,4%	0,4%
+ Delta Rückstellungen	167	52	40	46	24	25	23	20	21	22
<b>= Operating Cashflow</b>	6.427	9.962	11.180	12.162	13.122	14.144	14.649	14.578	14.700	14.798
- Investitionen	6.350	7.000	7.550	6.903	7.192	7.133	7.262	7.312	7.458	7.485
vom Umsatz	10,8%	10,3%	10,0%	8,5%	8,2%	7,6%	7,3%	7,0%	6,8%	6,5%
Net Working Capital	10.438	10.993	12.873	14.278	15.174	16.048	16.713	17.235	17.548	17.850
vom Umsatz	17,8%	16,2%	17,1%	17,5%	17,3%	17,1%	16,8%	16,5%	16,0%	15,5%
- Delta Net Working Capital	2.602	555	1.880	1.405	895	874	664	522	313	302
<b>= Free Cashflow</b>	-2.525	2.407	1.750	3.854	5.034	6.137	6.723	6.744	6.929	7.011
<b>Present Value</b>	-2.486	2.142	1.407	2.802	3.307	3.644	3.607	3.271	3.037	2.777

Quelle: LBBW

### DCF-Bewertung ergibt fairen Wert von 37,5 Mio. €

Wir erhalten auf Basis der oben aufgeführten Annahmen einen fairen Wert des Eigenkapitals der Hypoport AG in Höhe von 37,5 Mio. €.

DCF ergibt fairen Wert von  
6,10 € je Aktie

#### Ermittlung des Werts (Tsd. €)

Barwert Free Cashflow Planungsjahre	23 507
+ Barwert Terminal Value	23 761
<b>= Enterprise Value</b>	<b>47 269</b>
Anteil des TV am Enterprise Value	50,3%
- Nettoverschuldung	9 778
+ Nicht betriebsnotwendiges Vermögen	0
<b>= Fairer Wert (DCF)</b>	<b>37 491</b>
/ Anzahl Aktien	6 111
<b>= Wert je Aktie</b>	<b>6,10</b>

Quelle: LBBW

Der ermittelte Wert variiert zwischen 35 und 41 Mio. €, wenn wir die durchschnittlichen Kapitalkosten und/oder die langfristige Wachstumsrate um 1%-Punkt bzw. 0,5%-Punkte verändern.



DCF-Bewertung		WACC		
Sensitivitätsanalyse		10,1%	10,6%	11,1%
	1,0%	38	36	35
Terminal growth rate	1,5%	40	37	36
	2,0%	41	39	37

Quelle: LBBW

## Multiplikatorbewertung

### PeerGroup

Da Hypoport über ein einzigartiges Geschäftsmodell verfügt, gestaltet sich die Zusammenstellung einer relevanten Peergroup als anspruchsvoll. Hinzu kommt, dass die Wettbewerber teilweise nicht börsennotiert sind und damit zu Bewertungszwecken nicht herangezogen werden können oder wie im Falle von AWD und Interhyp übernommen wurden und der Bewertungsvergleich somit eingeschränkt ist.

Die Auswahl, die wir zusammengestellt haben, erfasst aber aus unserer Sicht alle relevanten Aspekte von Hypoport. Zum einen haben wir eine Reihe von Finanzvertrieben ausgewählt, die in direkter Konkurrenz zu Dr. Klein stehen. Dazu zählen Interhyp, AWD, MLP und OVB. Die zweite Gruppe besteht aus den Online-Brokern Comdirect und DAB Bank, die ihre Finanzdienstleistungen ähnlich wie Dr. Klein vor allem über das Internet vertreiben.

### Interhyp

Interhyp wurde 1999 gegründet und war bislang einer der führenden unabhängigen Anbieter von privaten Baufinanzierungen in Deutschland. Im Frühjahr dieses Jahres wurde die Gesellschaft von ING-Direct übernommen, die inzwischen rund 97% der Aktien hält. Neben dem Direktgeschäft mit Endkunden bietet Interhyp ihre Dienstleistungen unter der Marke "Prohyp" auch unabhängigen Finanzdienstleistern und lokalen Baufinanzierungsvermittlern an. Auf Prohyp entfallen 30% des Finanzierungsvolumens. Damit steht dieses Unternehmen in direkter Konkurrenz zu Dr. Klein, bietet aber im Unterschied dazu neben der Baufinanzierung keine weiteren Finanzprodukte an. Ähnlich wie Dr. Klein versucht Interhyp, ein Netz an Niederlassungen zur persönlichen Beratung auf- bzw. auszubauen und somit den Direktvertrieb zu ergänzen. Im Jahr 2007 vermittelte Interhyp ein Finanzierungsvolumen von 5,7 Mrd. €. Dies entspricht einem Marktanteil von gut 3% bzw. 18% bezogen auf Finanzvertriebe.

### AWD

AWD ist einer der führenden deutschen Finanzvertriebe mit europäischer Präsenz. Im laufenden Jahr wurde der Hannoveraner Finanzvertrieb von der Swiss Life übernommen, die knapp 97% am AWD hält. Die AWD Gruppe berät mit mehr als 6000 Beratern rund 2 Millionen Privatkunden in allen Fragen der privaten Vermögensaufbau- und Vorsorgeplanung. In 2007 steigerte AWD den Umsatz um 5% auf 762 Mio. € und erwirtschaftete ein operatives Ergebnis von 84,5 Mio. € (+9%). Im Gegensatz zu Dr. Klein nutzt AWD ausschließlich seine

## Heterogene Peergoup

Handelsvertretungen zum Vertrieb von Finanzprodukten. Der Produktschwerpunkt liegt auf Altersvorsorgeprodukten (Investmentfonds und Lebensversicherungen). Sowohl Dr. Klein als auch AWD bieten ihren Kunden Produkte unterschiedlicher Anbieter zur Auswahl an. Vor dem Hintergrund der neuen Vermittlerrichtlinie sieht sich AWD als Multi-Agent.

### MLP

MLP ist neben AWD einer der größten Finanzvertriebe in Deutschland und fokussiert sich auf Akademiker als Zielkunden. Das Unternehmen bietet Bank- und Versicherungsdienstleistungen an. Durch den Erwerb von Feri kann MLP mittlerweile auch die Verwaltung großer Vermögen anbieten. MLP betreut mit über 2.500 Beratern mehr als 730.000 Kunden. Die Gesamterträge betrugen im letzten Jahr 639 Mio. € (+9%), das operative Ergebnis belief sich auf 112 Mio. € (+32%). MLP bietet ähnlich wie Dr. Klein die anbieterunabhängige Beratung in Finanzfragen an, setzt aber im Vertrieb im wesentlichen auf seine Finanzberater und vertreibt schwerpunktmäßig Altersvorsorgeprodukte und private Krankenversicherungen. Auch die scharfe Zielgruppendefinition unterscheidet MLP von Dr. Klein. Vor dem Hintergrund der Vermittlerrichtlinie definiert sich MLP als Makler.

### OVB

Als dritten Vertreter der Finanzberaterbranche haben wir OVB in die Peergroup aufgenommen. OVB arbeitet mit einer begrenzten Anzahl von Produktanbietern zusammen und betreut etwa 2,6 Mio. Kunden in Deutschland, Westeuropa und vor allem Osteuropa. Das Produktangebot konzentriert sich im wesentlichen auf Altersvorsorge- und Kapitalanlageprodukte, es werden aber alle gängigen Finanzdienstleistungen offeriert. Der Umsatz betrug im letzten Jahr 246 Mio. € (+15%), das operative Ergebnis lag bei 29,0 Mio. € (+20%). Die strategische Aufstellung von OVB unterscheidet sich von derjenigen Dr. Kleins in den Punkten Vertriebswege, Anbietervielfalt und geographische Präsenz. Gemeinsam haben die beiden Firmen die Zielkunden: Angesprochen wird im wesentlichen die Mittelschicht der Bevölkerung.

### comdirect

Die comdirect bank ist einer der führenden Online Broker Deutschlands. Als ehemals rein transaktionsorientierter Online-Broker hat die comdirect ihr Geschäftsmodell ausgeweitet und agiert heute in den drei Geschäftsfeldern Brokerage, Banking und Beratung. Erste Geschäftsstellen sind bereits eröffnet worden, um das Private Banking auszubauen. comdirect zählt zur Zeit knapp 1,3 Mio. Kunden. Im letzten Jahr erwirtschaftete die Bank bei Gesamterträgen von 280 Mio. € (+24%) ein operatives Ergebnis von 90,5 Mio. € (+6%).

### DAB Bank

Als zweiten führenden Online Broker haben wir die DAB Bank in die Peergroup aufgenommen. Im Unterschied zur comdirect konzentriert sie sich weiterhin auf das Wertpapiergeschäft. Im abgelaufenen Geschäftsjahr erzielte die DAB Bank ein operatives Ergebnis von 45,5 Mio. € (+27%), die Gesamterträge beliefen sich auf 196 Mio. € (+14%). Die Kundenanzahl übersteigt die Marke von 1,1 Mio.

### Bewertung von Hypoport auf Basis von Multiples

Die erste Übersicht zeigt den Unternehmenswert (Enterprise Value) und den Wert des Eigenkapitals (Marktkapitalisierung) aller Vergleichsunternehmen. Hierbei ist zu beachten, dass sämtliche Vergleichsunternehmen von Hypoport eine Nettovermögensposition ausweisen, weshalb der Enterprise Value unter der Marktkapitalisierung liegt. Aufgrund ihres Geschäftsmodells kann man bei den beiden Online-Brokern keine Nettoverschuldung sinnvoll bestimmen.

Unternehmen	Kurs am 5.11.08	Anzahl Aktien (Mio.)	Marktkapitali- sierung (Mio.)	Netto- verschuldung	Enterprise Value
Interhyp	63,5	6,5	412,6	-49,0	363,6
AWD	27,9	38,6	1078,8	-148,0	930,8
MLP	10,9	107,8	1169,4	-37,0	1132,4
OVB	25,2	14,3	358,8	-64,0	294,8
Comdirect	5,9	141,2	831,7	-	-
DAB Bank	2,5	75,2	188,0	-	-
Hypoport	5,2	6,1	31,8	9,8	41,6

Quelle: LBBW, JCF, Unternehmensangaben

Die zweite Tabelle listet für alle Vergleichsunternehmen die Schätzungen für Umsatz, operatives Ergebnis und Jahresüberschuss in den Jahren 2008 bis 2010 auf. Hier gilt wiederum, dass für die Online-Broker aufgrund ihres Geschäftsmodells keine sinnvollen Angaben zum Umsatz möglich sind.

Unternehmen	Umsatz			EBIT			EPS		
	08e	09e	10e	08e	09e	10e	08e	09e	10e
Interhyp	102	118	140	27	39	42	2,68	3,85	4,13
AWD	705	773	961	56	62	80	1,52	1,64	1,98
MLP	643	636	680	94	84	97	0,57	0,56	0,65
OVB	267	290	316	32	34	38	1,80	1,98	2,16
Comdirect	-	-	-	80	99	120	0,40	0,46	0,59
DAB Bank	-	-	-	28	51	61	0,11	0,34	0,46
Hypoport	54	63	70	1	8	9	0,08	0,81	0,97

Quelle: LBBW, JCF

Somit lassen sich aus beiden Tabellen Bewertungskennziffern erstellen, mit deren Hilfe mögliche Marktwerte für das Eigenkapital von Hypoport ermittelt werden können. Comdirect und DAB Bank fließen dabei nur bei der Betrachtung des Kurs-Gewinn-Verhältnis mit ein.

### Multiples von Interhyp und AWD verzerrt

Unternehmen	EV/Umsatz			EV/EBIT			KGV		
	08e	09e	10e	08e	09e	10e	08e	09e	10e
Interhyp	3,6	3,1	2,6	13,5	9,3	8,7	23,7	16,5	15,4
AWD	1,3	1,2	1,0	16,6	15,0	11,6	18,4	17,0	14,1
MLP	1,8	1,8	1,7	12,0	13,5	11,7	19,0	19,4	16,7
OVB	1,1	1,0	0,9	9,2	8,7	7,8	14,0	12,7	11,7
Comdirect	-	-	-	-	-	-	14,7	12,8	10,0
DAB Bank	-	-	-	-	-	-	22,7	7,4	5,4
<b>Median</b>	<b>1,5</b>	<b>1,5</b>	<b>1,3</b>	<b>12,8</b>	<b>11,4</b>	<b>10,1</b>	<b>18,7</b>	<b>14,6</b>	<b>12,9</b>
Hypoport	0,8	0,7	0,6	28,9	5,3	4,4	65,0	6,4	5,4

Quelle: LBBW, JCF

Als nächstes haben wir unsere relevanten Schätzungen der Gewinn- und Verlustrechnung von Hypoport zusammengestellt.

#### Auszug: GuV-Daten von Hypoport

Mio. €	2008e	2009e	2010e
Umsatz	54,44	63,03	70,03
EBIT	1,44	7,92	9,36
Jahresüberschuss	0,51	4,93	5,92

Quelle: LBBW

Mit Hilfe unserer Schätzungen und des Medians der aus der Peergroup abgeleiteten Bewertungskennziffern lassen sich unter Berücksichtigung der Nettoverschuldung folgende implizierte Marktwerte des Eigenkapitals für Hypoport ermitteln:

#### Ableitung der Bewertung für Hypoport (abzgl. Net debt)

Mio. €	2008e	2009e	2010e
EV/Umsatz	74,1	84,3	82,4
EV/EBIT	8,6	80,5	85,2
KGV	9,5	72,2	76,2

Quelle: LBBW

Da das laufende Jahr bereits weit fortgeschritten ist, halten wir die zukünftigen Jahre 2009 und 2010 für bewertungsrelevant. Auffallend ist die enge Bewertungsspanne, innerhalb derer sich die jeweiligen Multiples bewegen.

#### Bewertungsergebnis Hypoport

Mio. €	2009e	2010e
EV/Umsatz	84,3	82,4
EV/EBIT	80,5	85,2
KGV	72,2	76,2
<b>Equity Value (arithm. Mittel)</b>	<b>79,0</b>	<b>81,3</b>
<b>Fairer Wert je Aktie (€)</b>	<b>12,9</b>	<b>13,3</b>

Quelle LBBW

#### Bewertungsfazit

Die beiden Bewertungsverfahren führen zu einer großen Diskrepanz beim Ergebnis. Während wir über das DCF-Verfahren zu einem fairen Wert von 6,10 € je Hypoport Aktie gelangen, der in der Nähe des aktuellen Börsenkurses notiert, führt der Peergroup-Vergleich zu einer mehr als doppelt so hohen Bewertung.

	<b>Fairer Wert je Aktie</b>
DCF-Modell	6,1
Peergroup-Vergleich	13,1

Quelle LBBW

Wir messen dem Peergroup-Vergleich nur eine untergeordnete Aussagekraft bei. Zum einen ist die Auswahl geeigneter Vergleichsunternehmen stark limitiert. Zum anderen sind die Bewertungen von Interhyp und AWD, die immerhin ein Drittel unserer Peergroup reflektieren, auf Grund von bestehender Squeeze-out Phantasie verzerrt.

## Empfehlung

Wir nehmen die Coverage der Hypoport Aktie mit einer Halten-Empfehlung auf und sehen das Kursziel bei 6,10 €. Das Kursziel entspricht dem fairen Wert aus unserem Wertschöpfungsmodell. Auf Basis eines Peergroup-Vergleichs ließe sich zwar ein höheres Kursziel ableiten, wegen der beschriebenen Problematik halten wir einen solchen Vergleich allerdings nur begrenzt aussagefähig für Hypoport. Unser Kursziel von 6,10 € impliziert ein optisch niedriges KGV (2009e) von 7,5, was uns im aktuell schwierigen Marktumfeld für Finanzwerte und vor dem Hintergrund der geringen Liquidität der Aktie für gerechtfertigt erscheint.

**Rating Halten, Kursziel  
6,40 €**

## Fusion von Dr. Klein und Hypoport als Meilenstein

## Gründer mit über 50% beteiligt

# Unternehmensprofil

## Unternehmensgeschichte

Der heutige Hypoport-Konzern ist ein Fusionsprodukt der beiden Firmen Dr. Klein und Hypoport AG, die 2001 zusammengingen. Dr. Klein wurde 1954 gegründet und hat seine Wurzeln in der Vermittlung von Finanzierungen für Immobilienfirmenkunden. 1999 startete Dr. Klein den Telefonvertrieb von Immobilienfinanzierungen für Privatkunden. Im gleichen Jahr wurde die Hypoport AG gegründet. Der Zusammenschluss beider Unternehmen war ein entscheidender Meilenstein, der einem traditionellen Unternehmen wie Dr. Klein zu einer hervorragende Software und Hypoport den Kundenzugang verschaffte. In den Folgejahren wurde das Geschäftsmodell systematisch ausgeweitet. Im Oktober 2007 erfolgte der Börsengang.

## Key facts

- 1954 Gründung Dr. Klein
- 1999 Start Telefonvertrieb Immobilienfinanzierung im GB Privatkunden
- 1999 Gründung der Hypoport AG
- 2001 Fusion Hypoport und Dr. Klein zum Hypoport-Konzern
- 2002 Start B2B-Finanzmarktplätze EUROPACE GB Finanzdienstleister, Start Filialvertrieb Immobilienfinanzierung GB Privatkunden
- 2003 Start Maklervertrieb Immobilienfinanzierung GB Privatkunden
- 2004 Ausweitung Lead-Verkauf GB Privatkunden
- 2005 Ausweitung sonstige Finanzdienstleistungsprodukte GB Privatkunden
- 2006 Ausbau B2B-Finanzmarktplätze ABS Produkte GB institutionelle Kunden
- 2006 Start GB institutionelle Kunden in den Niederlanden
- 2007 Start GB Finanzdienstleister in den Niederlanden
- 2007 Produkterweiterung EUROPACE GB Finanzdienstleister
- 2007 Börsengang
- 2008 Ausweitung des GB Finanzdienstleister auf den genossenschaftlichen Sektor in EUROPACE-Variante "GENOPACE"

## Anteilseigner und Management

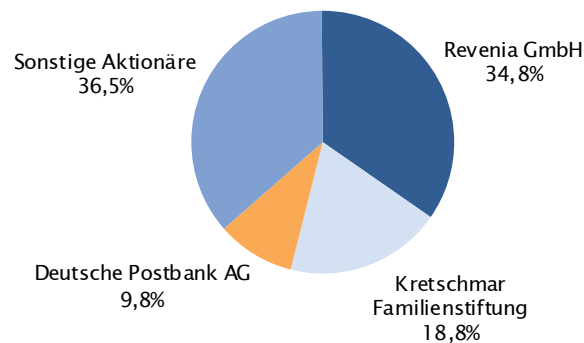
Der Hypoport-Konzern wird von den beiden Unternehmensgründern Prof. Dr. Thomas Kretschmar und Ronald Slabke geleitet. Sie werden dabei von weiteren vier erfahrenen Führungskräften, die zusammen mit den Gründern das Group Executive Committee bilden, unterstützt. Prof. Kretschmar, der 1999 die Hypoport AG gründete, kontrolliert über die Kretschmar Familienstiftung 18,8% des Grundkapitals des Unternehmens. 1986 baute er seine eigene Unternehmensberatung auf, ab 1995 leitete er für die Beratungsfirma Droege & Co. den Bereich Immobilienfinanzierer. Von 1997 bis 2006 war er parallel Professor für Bankinformatik an der FHTW.

Postbank hält 9,8%

Ronald Slabke hält über die Revenia GmbH 34,8% am Grundkapital der Hypoport. 1995 arbeitete er im Vertrieb für Immobilieninvestoren bei der Westdeutschen Immobilienbank, 1996 wechselte er als Vorstandsassistent zu Dr. Klein. 1999 begann er mit dem Aufbau des Privatkundenvertriebs. Ein Jahr später führte er den Management Buyout der Dr. Klein & Co. AG durch, seit 2002 ist er Vorstand von Hypoport.

Dritter strategischer Investor ist die Deutsche Postbank mit einem aktuellen Anteil von 9,8%. Damit untermauert die Bank, die zu den wichtigsten Kunden von Hypoport zählt, ihre Geschäftsbeziehung zu dem Unternehmen. Die sonstigen Aktionäre setzen sich aus den Mitgliedern des Group Executive Committees, weiteren Mitarbeitern sowie sonstigen Altaktionären zusammen.

#### Anzahl der Aktien (6.110.690)



Quelle: Hypoport

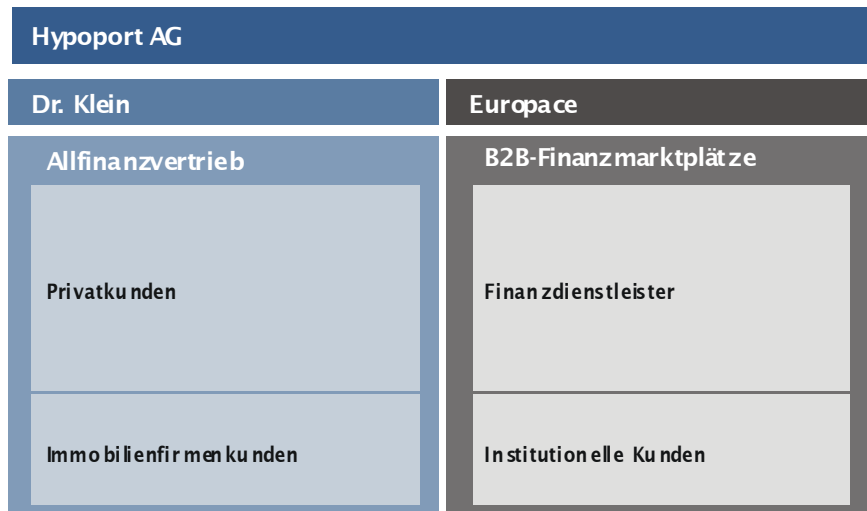
## Geschäftsmodell im Überblick

### Komplementäres Zwei-Säulen-Modell

Der Hypoport-Konzern mit Sitz in Berlin ist ein internetbasierter Allfinanzdienstleister. Das Geschäftsmodell besteht aus zwei Unternehmensteilen: Dem Vertrieb von Allfinanzprodukten über die Tochtergesellschaft Dr. Klein & Co AG sowie der Bereitstellung der Transaktionsplattform EUROPACE für die Vermittlung von Finanzprodukten über das Internet. Jeder Unternehmensteil verfügt über zwei separate Geschäftsbereiche.

Internetbasierter Allfinanzdienstleister

## Geschäftsbereiche



Quelle: Hypoport, LBBW

Vermittlung von Finanzprodukten über das Internet

### Allfinanzvertrieb Dr. Klein

Die 100%-ige Tochter Dr. Klein bildet den ersten Unternehmensteil Allfinanzvertrieb. Dieser vermittelt Privatkunden eine breite Palette an Bank- und Finanzprodukten, vom Girokonto über Versicherungsleistungen bis hin zur Immobilienfinanzierung über das Internet. Dabei kooperiert Dr. Klein mit über 100 namhaften Bank- und Versicherungsunternehmen. Der Vorteil besteht für die Kunden neben der breiten und unabhängigen Produktauswahl gleichzeitig in den Kostenvorteilen, die sich durch die internetgestützten Prozesse ergeben. Dr. Klein gibt diese an die Privatkunden weiter, was meist zu deutlich günstigeren Konditionen führt, als sie lokale Wettbewerber bieten.

Finanzierung von Immobilienfirmenkunden

Dr. Kleins zweiter Geschäftsbereich neben Privatkunden sind Immobilienfirmenkunden. Dieser hat sich auf die Finanzierung kommunaler und genossenschaftlicher Wohnungsunternehmen spezialisiert. Mit mehr als 400 Bestandskunden ist Dr. Klein in Deutschland Marktführer in diesem Segment.

Plattform für Vertriebe und Produkthersteller

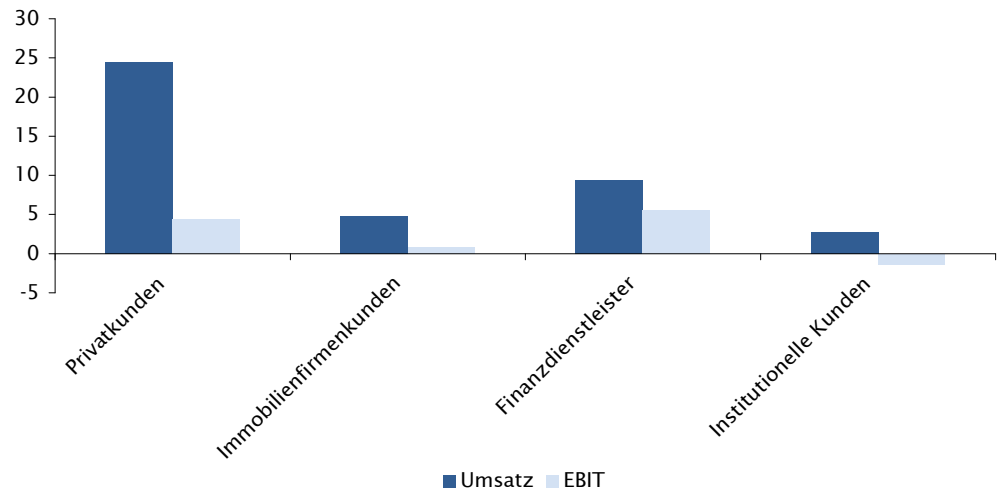
### B2B Finanzmarktplätze

Der zweite Unternehmensteil - B2B-Finanzmarktplätze - besteht aus der Transaktionsplattform EUROPACE mit den beiden Geschäftsbereichen Finanzdienstleister und Institutionelle Kunden. Der Geschäftsbereich Finanzdienstleister wickelt Immobilienfinanzierungen, Ratenkredite und sonstige Finanzdienstleistungsprodukte zwischen Vertriebsorganisationen und Produkthanbietern ab. Dabei stellt EUROPACE einen virtuellen Markt dar, auf dem Vertriebsorganisationen auf der einen Seite mit Produkthanbietern auf der anderen Seite Geschäfte tätigen können.

Plattform für ABS

Der zweite, deutlich kleinere Geschäftsbereich von EUROPACE, Institutionelle Kunden, unterstützt Darlehensgeber (Issuer) beim Reporting und der Verbriefung/Refinanzierung von Immobilienfinanzierungsportfolien.



**Umsatz und EBIT nach Geschäftsbereichen 2007 (Mio. €)**

### Synergien zwischen Dr. Klein und EUROPACE

#### Symbiose beider Unternehmensteile

Die Fusion von Dr. Klein und der Hypoport AG hat für beide Partner Mehrwert geschaffen. Dr. Klein hat eine effiziente Abwicklungsplattform gewonnen, mit deren Hilfe der Makler Zugang zu neuen Produkthanbietern erlangt. Außerdem profitiert Dr. Klein mittelbar von der Einkaufsmacht aller an EUROPACE angeschlossenen Finanzvertriebe, um bessere Konditionen anzubieten und somit den Kundennutzen zu erhöhen.

Noch größere Vorteile sehen wir auf Seiten der Hypoport. Bei jeder Produkteinführung auf der Transaktionsplattform benötigt Hypoport Nachfrage, um Produkthanbieter gewinnen zu können. Dr. Klein kann diese Nachfrage liefern, die als Initialzündung sehr hilfreich ist. Außerdem kann Dr. Klein wertvolle Hinweise aus Kundensicht beitragen.

**Privatkunden-Vertrieb ist tragende Säule****Franchisesystem und Leads als Erfolgsfaktoren****Franchise ermöglicht schnelle Filial-Ausbreitung**

## Unternehmensstrategie

### Privatkunden

Der Allfinanz-Vertrieb Dr. Klein ist die tragende Säule im Hypoport-Konzern. Im vergangenen Geschäftsjahr erwirtschaftete der Geschäftsbereich Privatkunden fast 60% der Umsatzerlöse des gesamten Hypoport-Konzerns und 47% des Betriebsergebnisses. Der Schwerpunkt der vertriebenen Produkte entfällt mit 50% auf Immobilienfinanzierungen, während sich der Rest auf den Verkauf von Leads (30%) sowie sonstige Finanzdienstleistungsprodukte wie Ratenkredite, private Kranken- und Sachversicherungen sowie Giro- und Tagesgeldkonten verteilt. Margenstarke Produkte wie Lebensversicherungen und Investmentfonds spielen bislang noch eine untergeordnete Rolle.

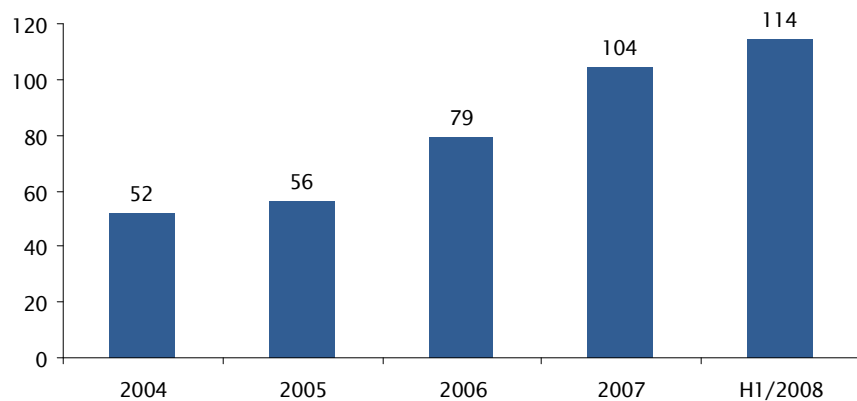
Dr. Klein spricht mit seinem Angebot vor allem Internet-affine Privatkunden an. Die Kunden können ihre Finanzgeschäfte über das Internet abwickeln, oder andere Vertriebskanäle von Dr. Klein wie Telefon, Filiale und Makler nutzen (Multikanal-Vertrieb). Der wesentliche Unterschied zwischen Dr. Klein und anderen Finanzdienstleistern sind das Franchisesystem im Filialvertrieb sowie die Generierung sogenannter Leads (Datensätze von Interessenten an Finanzdienstleistungen). Beide Merkmale sprechen aus unserer Sicht für zukünftig überdurchschnittliches Wachstumspotenzial.

#### Franchisesystem im Filialvertrieb

Dr. Klein hat sich zwecks Aufbau eines Filialnetzes für ein Franchisesystem entschieden, das sich zügig ausdehnt und mittlerweile 114 Filialen (Franchisenehmer) umfasst. Die Franchisenehmer bekommen neben einem starken Markennamen Dr. Klein, die technologische Infrastruktur für die Abwicklung der Geschäftsprozesse zur Verfügung gestellt. Ein wesentlicher Vorteil darüber hinaus ist, dass die Filialleiter nicht selbst auf die Akquisition von Neukunden angewiesen sind, wie das bei Finanzvertrieben normalerweise üblich ist, sondern den Filialen werden automatisch Kunden zugeteilt, die über das Internetportal von Dr. Klein persönlichen Beratungsbedarf angemeldet haben. Zusätzlich können die Franchisenehmer gegen Entgelt Leads erwerben. Dadurch können die Kapazitäten auf eine zielgerichtete und effiziente Kundenberatung konzentriert werden. Dies stellt für Hypoport eine risikoarme und kapitalschonende Maßnahme dar, die einen zügigen Ausbau des Filialnetzes ermöglicht.

## Effiziente Gewinnung von Leads

**Filialen von Franchisenehmern**



### Generierung von Leads

Die Generierung von Leads im Internet ist ein wesentlicher Erfolgsfaktor von Dr. Klein. Hierbei handelt es sich um Datensätze von Interessenten für eine Finanzdienstleistung, die über die Internetplattformen von Dr. Klein gewonnen werden. Durch gezieltes Online-Marketing versteht es Dr. Klein, über verschiedene Maßnahmen (z.B. Keyword-brokering, Bannerwerbung etc.) im Internet Traffic zu gewinnen und auf die eigenen Internetportale ([www.drklein.de](http://www.drklein.de) und [www.vergleich.de](http://www.vergleich.de)) zu leiten. Sobald der Kunde seine Daten und sein Interesse für ein bestimmtes Finanzprodukt auf einem der Portale von Dr. Klein hinterlässt, entsteht aus dem Traffic ein Lead.

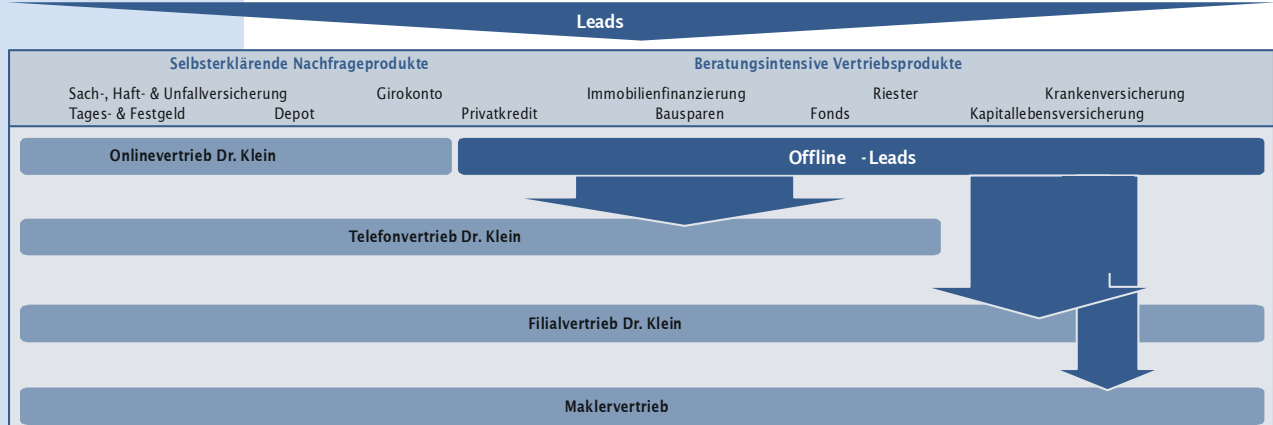
Dr. Klein hat dank der langjährigen Erfahrung den Prozess der Generierung von Leads optimiert und steuert die Online-Marketingbudgets flexibel nach den Umsätzen, die durch den Traffic der einzelnen Akquisitionskanäle generiert werden. Hierbei verfolgt man die Strategie, die hierfür vorgesehenen Marketing-Budgets auf erfolgreiche Maßnahmen zur Traffic-Generierung effizient zu verteilen (z.B. Keywordbrokering bei Google), um Marktanteile beim Traffic zu gewinnen. Auf diese Weise wird die Wirtschaftlichkeit der Lead-Generierung gewährleistet. Eine wichtige Steuerungsgröße ist hierbei die Conversion Rate, die angibt, welcher Anteil der Leads in einen Vertragsabschluss konvertiert werden kann.

**Prozess der Lead-Optimierung von Dr. Klein**



Nachdem die Leads auf den Internetportalen von Dr. Klein generiert wurden, erfolgt die Weiterbearbeitung. Je nach Beratungsintensität einzelner Finanzprodukte oder den jeweiligen Kundenbedürfnissen, werden die Kundenanfragen (Leads), die nicht direkt online ausgeführt wurden, an die passenden Vertriebskanäle Telefon, Filiale oder Makler weiter geleitet.

### Cross-Channeling Privatkunden



Quelle: Hypoport, LBBW

### Lead-Verkauf an Dritte mangels eigener Kapazitäten

Dr. Klein versucht, über seinen Multikanalvertrieb die Abarbeitung einer möglichst hohen Anzahl von Leads zu erreichen. Allerdings ist die Anzahl der generierten Leads umfangreicher als es für das eigene Geschäft auf Grund der aktuell vorhandenen Kapazitäten erforderlich wäre. Daher veräußert Dr. Klein einen Teil der generierten Leads an Dritte weiter, wodurch die wirtschaftliche Verwertung sämtlicher Leads gewährleistet wird. Allerdings ist die eigene Bearbeitung ertragreicher als der Weiterverkauf. Die Höhe des Verkaufserlöses eines Leads ist abhängig von dem Finanzprodukt, das damit verbunden ist und den jeweiligen Erfolgsaussichten für einen Vertragsabschluss (Conversion Rate). Die höchsten Preise für Leads werden mit rund 60 € für Versicherungsanfragen erzielt, weil diese besonders margenstark sind

### Höhere Selbstbearbeitung der Leads angestrebt

Das Ziel von Dr. Klein besteht darin, die Anzahl der generierten Leads deutlich zu steigern und durch den Ausbau des eigenen Telefon- und Filialvertriebs den Anteil der selbst bearbeiteten Leads systematisch zu erhöhen. Dies sollte zu einem höheren Ertragspotenzial führen.

### Gebührenmodell

Dr. Klein erhält für jedes vermittelte Produkt eine Vertriebsprovision, die vom Produkthanbieter gezahlt wird, aber letztlich vom Kunden getragen werden muss. Produkthanbieter zahlen außerdem eine Superprovision an Dr. Klein, wenn gewisse Gesamtjahresziele für das vermittelte Geschäftsvolumen erreicht werden. Für vermittelte Immobilienfinanzierungen richtet sich die Provision nach der Höhe des Kreditvolumens (durchschnittlich 0,77% in 2007 inkl. Superprovision), bei sonstigen Finanzdienstleistungen wird ein absoluter Betrag gezahlt (durchschnittlich 456 € in 2007). Zusätzlich verkauft Dr. Klein Leads an externe Finanzvertriebe. Etwaige Bestandsprovisionen spielen eine sehr geringe Rolle.

**Marktführer mit über 400 Bestandskunden****Immobilienfirmenkunden**

Im Geschäftsbereich Immobilienfirmenkunden richtet sich Dr. Klein an Unternehmen der Wohnungswirtschaft und sonstige Immobilienfirmenkunden. Neben dem Schwerpunkt Immobilienfinanzierungen, die 70-80% des Geschäftsbereiches ausmachen, bietet Dr. Klein immobiliennahe Versicherungen und Geldanlagen sowie Projektgeschäft an. Letzteres umfasst die Beratung von Wohnungsunternehmen (z.B. Begleitung von Immobilientransaktionen, Strukturierung von Darlehensportfolien) und dient gleichzeitig als Türöffner für die Vermittlung von Finanzierungen. In Deutschland gehört jede vierte Immobilie einem Wohnungsunternehmen (überwiegend kommunale und genossenschaftliche Unternehmen). Dr. Klein ist mit über 400 Bestandskunden Marktführer in diesem attraktiven Nischensegment.

**Stabiles Geschäft**

Die Kundengewinnung und -betreuung erfolgt derzeit über 8 Relationship-Manager, die über das erforderliche Branchenwissen und die notwendigen Kontakte verfügen und somit gleichzeitig zur Kundenbindung beitragen. Ein Wohnungsunternehmen von mittlerer Größe (5.000 Wohneinheiten) benötigt jährlich zwei bis drei Immobilienfinanzierungen, so dass daraus ein stetiger Zufluss an Neugeschäft generiert wird. Neben dem klassischen Neugeschäft speist sich das Vermittlungsvolumen auch aus Zinsanpassungen bei Darlehensfälligkeiten. Letztere werden durch das Finanzierungsvolumen vergangener Jahre bestimmt und sind gut planbar, zumal sich Dr. Klein rechtzeitig zwecks Neuvermittlung einschaltet. In 2007 erzielte der Geschäftsbereich 12% der Konzernumsätze und 9% des operativen Ergebnisses.

**Potenzial durch Produktausweitung**

Durch den Ausbau des regionalen Vertriebs sowie eine stärkere Fokussierung auf die Vermittlung von Versicherungsprodukten (insbesondere Wohngebäudeversicherungen), sehen wir für den Geschäftsbereich Immobilienfirmenkunden noch weiteres Wachstumspotenzial. Der besondere Vorteil von Dr. Klein ist, dass er der gewerblichen Wohnungswirtschaft einen Ansprechpartner für die Entwicklung bedarfsgerechter Finanzierungs- und Versicherungslösungen bietet sowie gleichzeitig den Zugang zu nationalen und internationalen Produkthanbietern verschafft.

Dr. Klein berechnet eine Vertriebsprovision für jedes vermittelte Finanzprodukt, die sich nach der Kredithöhe bzw. Versicherungssumme richtet. Daneben verbucht das Unternehmen Projektumsätze für die Beratung in Finanzfragen.

**Hohe Margen dank skalierbarer Plattform****Finanzdienstleister**

Der Unternehmensteil EUROPACE (B2B-Finanzmarktplätze) wird vom Geschäftsbereich Finanzdienstleister geprägt. Im Geschäftsjahr 2007 steuerte dieser Bereich mit 9,4 Mio. € 23% zum Konzernumsatz und mit 5,5 Mio. € fast 60% zum operativen Konzern-EBIT bei. Damit weist der Bereich Finanzdienstleister die höchste operative EBIT-Marge im Konzern auf (59% im Jahr 2007).

**Größte deutsche Transaktionsplattform für Vertriebe**

Der Geschäftsbereich Finanzdienstleister bietet eine internetbasierte Transaktionsplattform an, die zur Abwicklung von Immobilienfinanzierungen, Raten-

## Hohe Markteintrittsbarrieren

kreditieren und sonstigen Finanzdienstleistungsprodukten dient. Zielnutzer sind zum einen Finanzvertriebe, die über die EUROPACE-Plattform Zugriff auf eine Reihe von Produkthanbietern erhalten, und zum anderen Produkthanbieter, die Zugang zu Finanzvertrieben erlangen. EUROPACE ist bereits heute mit täglich rund 400 abgewickelten Finanzierungen die größte deutsche Online-Transaktionsplattform für Finanzierungsprodukte.

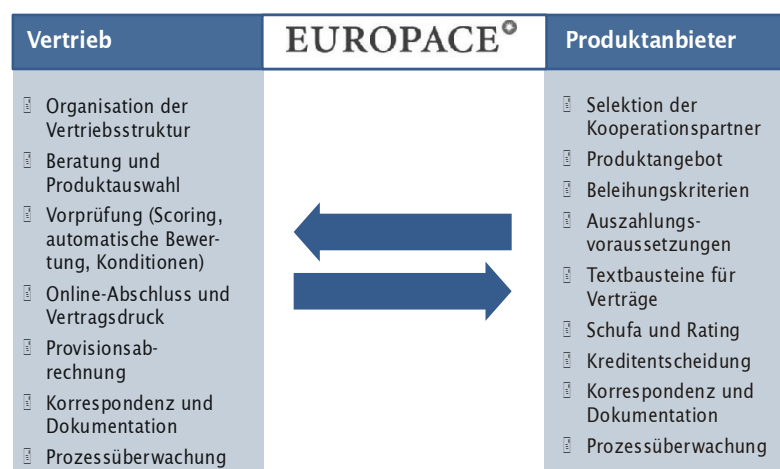
## Eintritt in genossenschaftlichen Sektor

Momentan unterhält Hypoport Geschäftsbeziehungen zu 38 Finanzvertrieben und 28 Produkthanbietern. Die Finanzvertriebe wickeln in der Regel ein Geschäftsvolumen von mindestens 100 Mio. € pro Jahr über EUROPACE ab. Von den Produkthanbietern nutzen renommierte Adressen wie zum Beispiel die Deutsche Postbank EUROPACE exklusiv zur Abwicklung des Baufinanzierungsgeschäfts. Darüber hinaus ist die Deutsche Postbank gleichzeitig mit knapp zehn Prozent am Unternehmen Hypoport beteiligt.

Mittlerweile wurde die Plattform auf den genossenschaftlichen Sektor erweitert. Für die Volksbanken Düsseldorf Neuss und Münster wurde auf Basis der EUROPACE-Variante eine gruppeninterne Plattform (GENOPACE) entwickelt, über die Immobilienfinanzierungsprodukte der Münchener Hypothekbank und R+V Versicherungen bereitgestellt werden. Mit Hilfe von GENOPACE können die Finanzierungen schneller und zu besseren Konditionen zugesagt werden.

Die folgende Graphik gibt einen Überblick über die wichtigsten Serviceleistungen, die Hypoport seinen Zielkundengruppen über EUROPACE anbietet. Die Vorteile für Finanzvertriebe sind im wesentlichen der Zugang zu vielen Produkthanbietern inklusive des Vergleichs von Konditionen über eine Plattform sowie die prozessuale Unterstützung bei der Bearbeitung von Kreditanfragen und der Vertriebssteuerung. Außerdem können sie die Kosten für die Entwicklung einer eigenen Softwarelösung einsparen.

### Leistung der Europace-Plattform bei Kreditprodukten



Hohe Markteintrittsbarrieren für Wettbewerber durch Marktplatzeffekt, Entwicklungsvorsprung & Integration in die Systeme der Partner

## Rasanten Volumenwachstum

Produktanbieter erlangen Zugang zu einer Vielzahl von Finanzvertrieben, ersparen sich Kosten in der Kreditsachbearbeitung und können die Produktion besser steuern. Damit geht eine tiefgehende Integration der EUROPACE-Software in die hauseigene Systemlandschaft der Geschäftspartner einher.

Das Transaktionsvolumen von EUROPACE ist in den letzten Jahren rasant gestiegen von 2 Mrd. € in 2004 auf 12,5 Mrd. € in 2007. Bislang werden vor allem private Baufinanzierungen über EUROPACE abgewickelt. Dagegen ist der Anteil von Ratenkrediten am Transaktionsvolumen der EUROPACE mit rund 4% noch relativ gering. Dieser dürfte sich allerdings dank jährlich hoher zweistelliger Wachstumsraten in den nächsten Jahren signifikant erhöhen. Darüber hinaus stehen weitere Produkte wie Girokonten, Wohngebäudeversicherungen und Bausparverträge über die Plattform zur Verfügung, die derzeit jedoch kaum Umsätze generieren, weil deren Vertrieb Schulungsbedarf und damit Vorlaufzeit bei den Mitarbeitern der Finanzvertriebe erfordert.

### Marktplatzeffekt

Bei der Ausweitung des Produktangebots versucht Hypoport, von dem sogenannten Marktplatz- oder Netzwerkeffekt zu profitieren: Zunächst werden erste Finanzvertriebe, zu denen bereits Geschäftsbeziehungen bestehen, davon überzeugt, die EUROPACE-Plattform auch für weitere Produkte zu nutzen. Das dadurch wachsende Transaktionsvolumen wird eingesetzt, um weitere Produktanbieter zu gewinnen, wodurch die Attraktivität für Finanzvertriebe zunimmt, was wiederum die Verhandlungsmacht gegenüber Produktherstellern stärkt, bessere Konditionen zu erhalten. Dies macht es für weitere Finanzvertriebe attraktiver, von der Einkaufsmacht durch den Einsatz von EUROPACE ebenfalls zu profitieren. Je mehr Finanzvertriebe Nachfrage generieren, desto wichtiger wird es wiederum für die Produkthanbieter, EUROPACE einzusetzen, um sich den Vertriebskanal der an EUROPACE angeschlossenen Finanzvertriebe zu sichern.

### Markteintritt in den Niederlanden

Hypoport versucht, die Transaktionsplattform auch außerhalb Deutschlands zu etablieren. In einem ersten Schritt hat das Unternehmen dazu ein Joint Venture mit der niederländischen Firma Stater gegründet. Stater ist der größte Kreditservicer von Immobilienfinanzierern in den Niederlanden. Hypoport erhält über dieses Joint Venture Zugang zu einer Reihe von unabhängigen Vermittlern, die für EUROPACE gewonnen werden sollen. Der niederländische Immobilienfinanzierungsmarkt gestaltet sich aus verschiedenen Gründen attraktiv für einen Markteintritt Hypoport:

- Das Gewicht der unabhängigen Finanzvermittler ist einer Studie von Mercer Oliver Wyman zufolge im niederländischen Baufinanzierungsmarkt mehr als doppelt so hoch wie im deutschen.
- Produktion, Vertrieb und Refinanzierung sind in den Niederlanden klar voneinander getrennt.
- Eine hohe Standardisierung der Produktgestaltung bedingt auch eine schnelle Abwicklung von Finanzierungsanfragen.

## Wachstum im Ausland

Der Markteintritt in den Niederlanden erweist sich schwieriger als von Hypoport erwartet. Bislang konnten in den Niederlanden noch keine Umsätze über die Plattform generiert werden, was an der länger als erwarteten Vorlaufzeit liegt. Erste Umsätze sind für 2009 geplant.

#### Gebührenmodell

Die reine Nutzung von EUROPACE ist kostenlos, Transaktionsgebühren werden bei Geschäftsabschlüssen vom Produkthanbieter getragen. Bei Baufinanzierungsprodukten beträgt die Gebühr jährlich 1 Basispunkt der Kreditsumme über die gesamte Laufzeit. Diese wird abgezinst auf heute in einer Summe an Hypoport gezahlt.

### **Institutionelle Kunden**

Im Geschäftsbereich Institutionelle Kunden werden Emittenten von Asset-Backed-Securities (ABS) und covered bonds insbesondere beim Reporting von RMBS-Transaktionen unterstützt (EUROPACE for Issuers). Hier hat sich Hypoport durch einen Zukauf in den Niederlanden (Hypoport Netherlands B.V.) verstärkt und hat sich im Nachbarland zum Marktführer aufgeschwungen. Dieses Produktsegment lieferte in den letzten Jahren stetig wachsende Umsatz- und Ertragszahlen (Q2/08: 1,25 Mio. € Umsatz, 0,3 Mio. € EBIT).

Parallel wurde in diesem Geschäftsbereich in den letzten Jahren der Versuch unternommen, mit EUROPACE for investors auch für die Investoren in ABS Transaktionen eine geeignete Informationsplattform aufzubauen. Diese Investitionen in den Aufbau dieses Produktes belasteten den noch relativ kleinen Geschäftsbereich deutlich, so dass dieser bis einschließlich Q3/08 insgesamt rote Zahlen schreibt. Im Geschäftsjahr 2007 betrug der Umsatz 2,7 Mio. € (Vorjahr: 0,5 Mio. € ohne Holland) oder 6% des Konzernumsatzes. Der operative Verlust erhöhte sich auf 1,4 Mio. € (Vorjahr: -0,3 Mio. €). Auf Grund weiterer Investitionen belief sich der operative Verlust zum Halbjahr 2008 auf 0,7 Mio. €. Hypoport gab zum Q3/08 die Schließung der Produktentwicklung EUROPACE for investors bekannt, was mit einer Sonderabschreibung von rund 3 Mio. € verbunden ist. Damit dürfte der Bereich zum Geschäftsjahr 2009 die Verlustzone verlassen.

#### Gebührenmodell

Emittenten im Bereich EUROPACE for Issuers, die erstmals eine ABS-Transaktion durchführen, benötigen ein höheres Maß an Beratung. Je nach Art der Transaktion werden diesen Kunden 100 bis 250 Tsd. € an Gebühren berechnet. Für Folgeaufträge bei Verbriefungen in gleichen Asset-Klassen werden Mengenrabatte gewährt, da gleichzeitig Aufwendungen entfallen. In den Folgequartalen werden darüber hinaus 10 bis 15 Tsd. € für laufende Dienstleistungen berechnet.

**Finanzmarktkrise belastet**

**3 Mio. € Schließungskosten  
für EUROPACE for Investors**



**Umfeld trübt sich ein**

## Markt und Wettbewerb

### Wettbewerbsintensives Marktumfeld

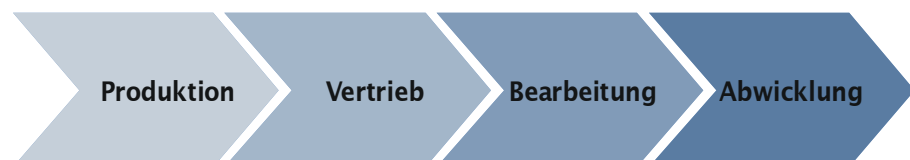
Der deutsche Privatkundenmarkt für Finanzdienstleistungen ist durch ein wettbewerbsintensives Marktumfeld gekennzeichnet und gleichzeitig von einer großen Reife geprägt. So besitzt statistisch gesehen jeder Bundesbürger mehr als ein Girokonto. Die Anzahl an Wertpapierdepots ist seit 5 Jahren rückläufig. Auch die Versorgung der Bundesbürger mit Kfz-, Haftpflicht- und Hausrats-Versicherungen hat ein sehr hohes Niveau erreicht. Gleichzeitig führt der Konjunkturabschwung, ausgelöst durch die Finanzkrise am US-Hypothekenmarkt, zu einer Zurückhaltung bei der Nachfrage nach Immobilien- und Ratenkredite. Trotz des eingetrübten Marktumfeldes sind die langfristigen Wachstumstreiber der Branche intakt. Diese bestehen auf Grund der demographischen Entwicklung in einem nachhaltigen Wachstum bei Anlage- und Vorsorgeprodukten.

**Margen unter Druck**

Die private Nachfrage nach Finanzdienstleistungen differenziert sich immer stärker aus. Einerseits achten die Privatkunden bei einfachen und transparenten Produkten immer stärker auf den Preis. Dabei bedienen sie sich zur Informationsbeschaffung zunehmend des Internets. Die Privatkunden wechseln bei einzelnen Produkten immer häufiger den Anbieter, wenn sich günstigere Konditionen bieten. So bleiben die Margen bei Produkten wie Giro- und Tagesgeldkonten, Kfz-Versicherungen und Baufinanzierungen unter Druck. Auf der anderen Seite stehen die beratungsintensiven und wenig standardisierten Produkte wie Lebensversicherungen, Investmentfonds oder Krankenversicherungen. Hier spielen die Beratungs- und Servicequalität eine größere Rolle als der Preis. Entsprechend hoch sind die Margen. Insgesamt besteht der Trend, sich vor dem Abschluss von Finanzdienstleistungsprodukten bei unabhängigen Allfinanzvertrieben wie Dr. Klein beraten zu lassen.

### Traditionelle Wertschöpfungsketten werden aufgebrochen

Im Finanzdienstleistungssektor ist das Aufbrechen traditioneller Wertschöpfungsketten immer stärker zu beobachten.

**Trennung von Produktion und Vertrieb**

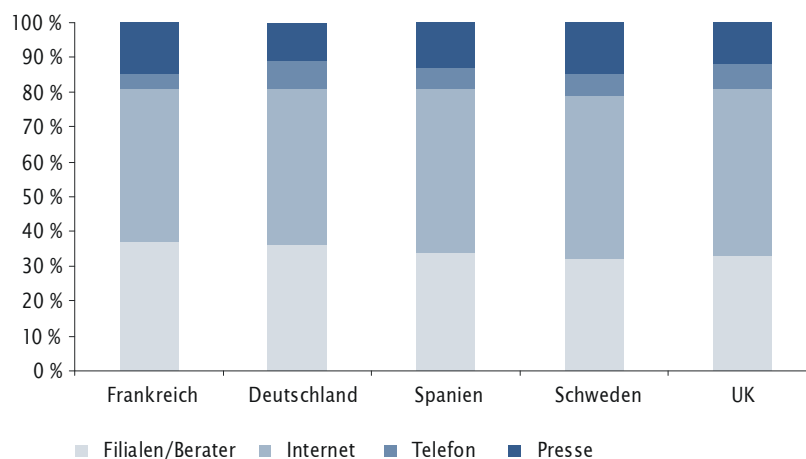
Die klassische Filialbank oder Versicherung besetzt die ganze Wertschöpfungskette. Die Beispiele für eine Konzentration auf einen oder mehrere Bausteine dieser Kette werden immer zahlreicher. Durch die Einführung der Open Architecture (Anbieten von Fremdprodukten) im Fondsvertrieb gehen Produzenten von Investmentfonds und die Vertriebskanäle häufiger eigene Wege, auch wenn sie zum gleichen Konzern gehören. Weiterhin hat z.B. die Dresdner Bank die Produktion, Bearbeitung und Abwicklung von Konsumentenkrediten an den

## Alternative Vertriebskanäle gewinnen an Bedeutung

Kooperationspartner Cetelem abgegeben und konzentriert sich nur noch auf den Vertrieb dieses Produktes. Im Zahlungsverkehr und dem Wertpapiergeschäft wird die Abwicklung bereits heute zu großen Teilen von externen Anbietern durchgeführt. Am brisantesten für viele Finanzdienstleister ist aber die sich verstärkt herausbildende Trennung von Produktion und Vertrieb, weil diese Teile der Wertschöpfungskette als Kernkompetenzen empfunden werden. Daher sind die beharrenden Kräfte an diesem Punkt auch vergleichsweise hoch. Die meisten Banken stützen sich primär immer noch auf ihre Filialen, die hauptsächlich hauseigene Produkte verkaufen. Gleiches gilt für die Ausschließlichkeitsvertriebe der Versicherungen, die weiterhin den Hauptvertriebskanal bilden.

Dennoch gewinnen alternative Vertriebskanäle zunehmend an Bedeutung. Dazu zählen das Internet, Finanzvertriebe und Makler. So findet das Online-Banking immer mehr Verbreitung, auch Kfz-Versicherungen werden zunehmend über das Internet vertrieben. Vor allem dient das Internet auch als Informationsquelle. Dies gilt zum Beispiel für Baufinanzierungen. Nach der Informationsbeschaffung werden dann allerdings die Verträge über die klassischen Vertriebskanäle abgeschlossen. Nichtsdestotrotz wird eine prominente Internetpräsenz immer wichtiger. Deutschland befindet sich dabei im europäischen Mittelfeld: Fast die Hälfte der potenziellen Kunden nutzt das Internet als primäre Informationsquelle.

### Private Baufinanzierung: Nutzung von Informationsquellen 2006

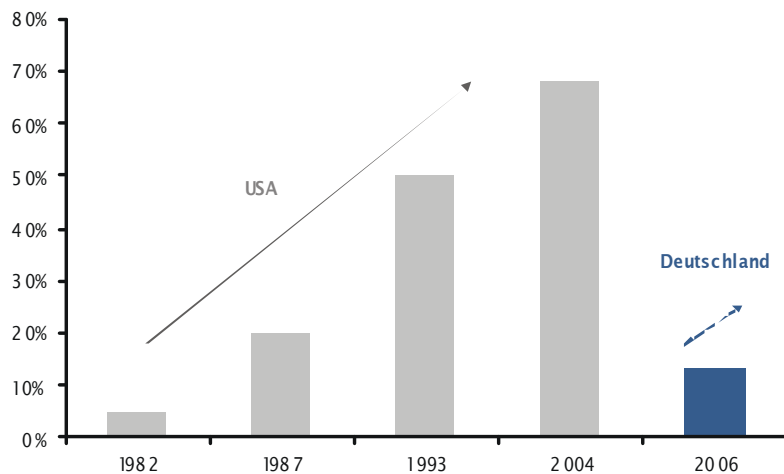


Quelle: Mercer Oliver Wyman

Finanzvertriebe und Makler sind rechtlich unabhängig von Produkthanbietern, die mit unterschiedlichen Ansätzen Kunden für sich gewinnen wollen. Finanzvertriebe binden sich an einige wenige ausgewählte Produkthanbieter, sie bündeln die Nachfrage und können damit bessere Konditionen bei den Produzenten durchsetzen. Makler stellen ihre Unabhängigkeit in den Vordergrund und bieten eine Vielzahl von konkurrierenden Produkten an.

## Kunden entdecken Nutzen von Finanzvertrieben

### Makler-Anteil am Neugeschäft der privaten Baufinanzierung

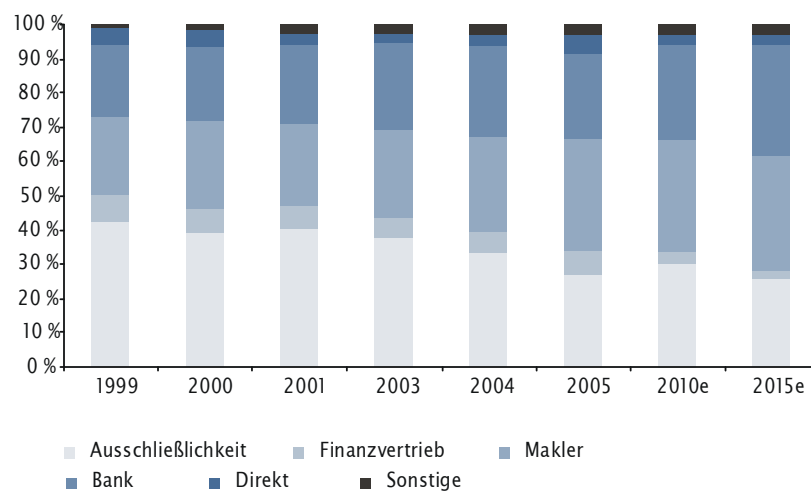


Quelle: Wholesale Access (Presse), Interhyp

Finanzvertriebe und Makler haben in den letzten Jahren an Bedeutung gewonnen. Dies liegt zum einen an der vergleichsweise aggressiven Vertriebsstrategie. Kunden sparen aber auch Suchkosten, die anfallen, wenn sie sich eigenständig bei einer Vielzahl von Produktanbietern informieren möchten. Dies setzt Zeit und Expertise voraus. Viele Kunden ziehen es daher vor, die Dienstleistungen von Finanzberatern und Maklern zu beziehen. Im Markt für private Baufinanzierungen haben Makler einen Anteil von 13% (vgl. Graphik). Dies entspricht in etwa der Situation der USA in den 80er Jahren. Experten gehen davon aus, dass sich in Deutschland eine ähnliche Entwicklung abzeichnet.

Vergleichbares lässt sich auch im Lebensversicherungsmarkt feststellen. Dort ist der Anteil der Finanzvertriebe und Makler am generierten Neugeschäft von 30% im Jahr 1999 auf knapp 40% im Jahr 2005 gestiegen ist.

### Vertriebskanäle für Lebensversicherungsprodukte



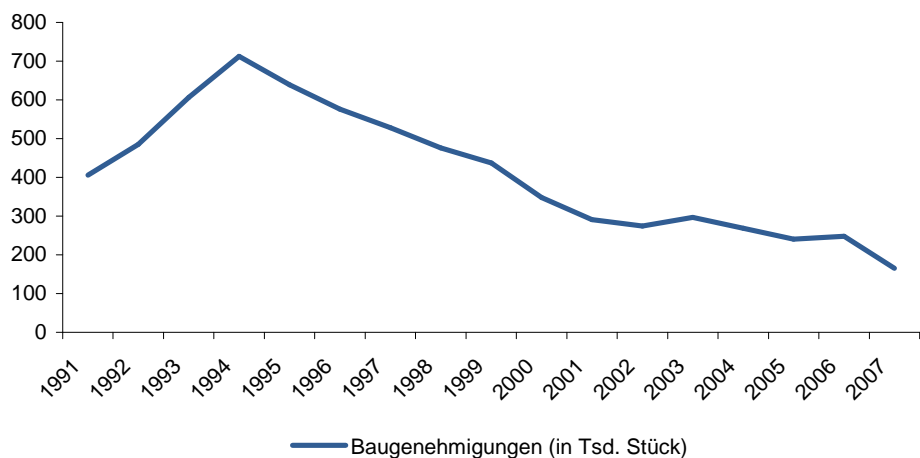
Quelle: Towers Perrin

## Flaute im Wohnungsbau

### Wohnungsbau schwächelt

Der Wohnungsbau gestaltet sich schwierig in Deutschland. Die Genehmigungen von Wohnungsneubauten ist seit über 10 Jahren rückläufig. Dies liegt zum einen an den im Vergleich geringen Renditen für institutionelle Wohnungsbauer. Seit 1996 lag die durchschnittliche Gesamtverzinsung bei 3,7% pro Jahr. Dies liegt unter anderem an dem sehr mieterfreundlichen Vermietungsrecht. Stagnierende Einkommen und Ängste um den Arbeitsplatz wirkten zugleich als Bremse bei privaten Haushalten. Auf Grund des einsetzenden Konjunkturabschwungs ist vorerst nicht mit einer Belebung der Bautätigkeit zu rechnen.

#### Baugenehmigungen in Deutschland



## Zweistelliges Minus bei Baufinanzierungen

Diese Lethargie am Wohnungsmarkt schlägt sich auch in einer rückläufigen Nachfrage nach Baufinanzierungskrediten nieder. So war das Neugeschäft in der Immobilienfinanzierung im 1. Quartal 2008 deutlich rückläufig: Das Minus im Vergleich zum Vorjahr beträgt rund 12%.

## Gewerblicher Wohnungsmarkt relativ stabil

Der gewerbliche Wohnimmobilienmarkt ist von hoher Stabilität geprägt. Der Kreditbestand lag im letzten Jahr auf einem wenig veränderten Niveau von 165 Mrd. €. Der Großteil der Wohnungsbauunternehmen ist im Bundesverband deutscher Wohnungs- und Immobilienunternehmen organisiert. Dieser zählt knapp 3.000 Mitgliedsunternehmen, davon entfallen rund 44% auf Kleinunternehmen (bis 500 Wohneinheiten), 53% auf mittelgroße Unternehmen (zwischen 501 und 10.000 Wohneinheiten) und 3% auf große Unternehmen mit mehr als 10.000 Wohneinheiten.

### Ratenkreditmarkt ist Neuland für Makler

## Makler entdecken Ratenkredite

Bei der Vermittlung von Ratenkrediten spielen Makler heute de facto noch keine Rolle. Das Marktvolumen beträgt 130 Mrd. €. Wir schätzen den Marktanteil der Makler auf rund 3%. Dominiert wird der Markt vom Point-of-Sale-Vertriebskanal, also der Finanzierung direkt beim Verkäufer der zu finanzierenden Objekte. Autofinanzierungen werden zum Beispiel von den Autohändlern an die hauseigenen Autobanken vermittelt. Für die Zukunft erwarten wir auch hier ein zunehmendes Gewicht der Makler, die gerade dabei sind, den Markt für Konsumentenkredite zu entdecken. Auch in diesem Markt steigt der Bedarf an

unabhängiger Beratung seitens der Kunden. Auch das Internet gewinnt aus diesem Grund an Bedeutung, während Bankfilialen eher verlieren sollten.

### **Zunehmende Standardisierung der Abwicklungsplattformen**

Die gesamte Finanzbranche steht durch den harten Konkurrenzkampf unter hohem Kostendruck. Viele Unternehmen denken darüber nach, wie sie die Fertigungstiefe verringern können. Die Entwicklung und Pflege von IT-Plattformen, mit deren Hilfe Produzenten und Makler von Finanzdienstleistungen miteinander kommunizieren können, gehören nicht zu den Kernkompetenzen von Banken und Versicherungen. In vielen Fällen ist es für die Produzenten günstiger, auf Standardsoftware externer Anbieter zurückzugreifen. Makler wiederum haben wenig Interesse daran, mit jedem Anbieter separate Plattformen zur Geschäftsabwicklung zu unterhalten. Schulungs- und IT-Kosten schmälern unnötig die Marge.

**Kostendruck begünstigt standardisierte IT-Plattform**

**Monopolisierung des Marktes**

Die Frage, wer sich von den externen Anbietern von IT-Plattformen durchsetzen kann, wird entscheidend von Netzwerkeffekten beeinflusst. Je größer das Geschäftsvolumen wird, das über die Plattform abgewickelt wird, desto eher werden weitere Produkthanbieter und Makler diese Plattform nutzen. Namhafte Nutzer wirken wie Magneten auf potenzielle Neukunden. Aus diesem Grund erwarten wir eine zunehmende Standardisierung und damit Monopolisierung des Marktes für IT-Plattformen zur Geschäftsabwicklung von Finanzdienstleistungsprodukten.

### **ABS-Markt ist ausgetrocknet**

Bis zum vergangenen Jahr ist der europäische Verbriefungsmarkt für Asset-Backed Securities (ABS) oder gedeckte Anleihen mit durchschnittlich mehr als 30% p.a. gewachsen. Seit Ausbruch der US-Hypothekenkrise ist dieser Markt, der als Underlying vor allem Hypotheken- und Kreditkartenkredite enthält, zum Erliegen gekommen. Investoren sind derzeit nicht bereit, ABS zu kaufen, entsprechend ist das Emissionsvolumen gefallen. Allerdings ist das Informationsbedürfnis der Investoren bezüglich der Details einzelner Tranchen der ABS-Strukturen gestiegen. Mittelfristig dürfte sich der Verbriefungsmarkt mit einem Überwinden der Finanzkrise wieder etwas beleben, wenngleich das Niveau vor Ausbruch der Krise nicht mehr erreicht werden dürfte.

**ABS-Markt eingebrochen**

### **Wettbewerber**

Die Wettbewerberstruktur im Finanzdienstleistungssektor für Privatkunden ist deutlich heterogener und unübersichtlicher. Die Produzenten von Finanzdienstleistungen verfügen in der Regel über hauseigene Vertriebskanäle. So haben Banken oftmals ein eigenes Filialnetz, Versicherungen beschäftigen Handelsvertreter. Manche Produzenten nutzen ausschließlich das Internet. In Deutschland gibt es zur Zeit über 2000 deutsche Banken und über 440 Versicherungen. Daneben sind zahlreiche ausländische Institute vertreten. Neben den Produzenten gibt es aber auch Finanzdienstleister, die sich nur auf den Vertrieb konzentrieren. Dazu zählen zum Beispiel Finanzberater oder Makler.

**Vielschichtige Wettbewerbsstruktur**

Je nach Produktgruppe wechseln die Hauptkonkurrenten. Im Stammgeschäft, der Vermittlung von Baufinanzierungen, gehören die Produzenten wie zum Beispiel ING-Diba oder die Postbank zu den Konkurrenten. Klassische Finanzvertriebe wie MLP oder DVAG sind ebenfalls Wettbewerber. Am ehesten vergleichbar sind allerdings die Firmen Interhyp und PlanetHome, die ähnlich wie Dr. Klein im wesentlichen Immobilienkredite über das Internet vertreiben. Wir betrachten diese Firmen als die wichtigsten Konkurrenten für Dr. Klein, weil sie die gleichen Zielkunden ansprechen.

### Interhyp

Interhyp wurde 1999 gegründet und war bislang einer der führenden unabhängigen Anbieter von privaten Baufinanzierungen in Deutschland. Im Frühjahr dieses Jahres wurde die Gesellschaft von ING-Direct übernommen. Neben dem Direktgeschäft mit Endkunden bietet Interhyp ihre Dienstleistungen unter der Marke "Prohyp" auch unabhängigen Finanzdienstleistern und lokalen Baufinanzierungsvermittlern an. Auf Prohyp entfallen 30% des Finanzierungsvolumens. Damit steht dieses Unternehmen in direkter Konkurrenz zu Dr. Klein, bietet aber im Unterschied dazu neben der Baufinanzierung keine weiteren Finanzprodukte an. Ähnlich wie Dr. Klein versucht Interhyp, ein Netz an Niederlassungen zur persönlichen Beratung auf- bzw. auszubauen und somit den Direktvertrieb zu ergänzen. Im Jahr 2007 vermittelte Interhyp ein Finanzierungsvolumen von 5,7 Mrd. €. Dies entspricht einem Marktanteil von gut 3% bzw. 18% bezogen auf Finanzvertriebe.

### PlanetHome

Der Immobilien- und Finanzdienstleister PlanetHome, der zur HVB Gruppe gehört, weist zwei Geschäftsschwerpunkte auf: Zum einen vermittelt das Unternehmen Immobilien. Zur Zeit wechseln über PlanetHome 2200 Kaufimmobilien pro Jahr den Eigentümer. Der zweite große Geschäftsbereich ist die Vermittlung von Immobilienfinanzierungen. Dort kooperiert die Firma mit 30 Bankpartnern. Das vermittelte Finanzierungsvolumen belief sich auf insgesamt 2,3 Mrd. € im letzten Jahr. Dies entspricht einem Marktanteil von 1,2% bzw. 8% bezogen auf Finanzvertriebe. Durch den Erwerb der Firma Hypotheken-Discount ist PlanetHome mit einer zweiten Marke im Markt aktiv. Während Hypotheken-Discount den Endkunden direkt anspricht, spricht die Marke PlanetHome schwerpunktmäßig Sparkassen und Makler an. Diesen Kunden wird ein IT-System als Vermittlungsplattform von Endkunden und Anbietern von Baufinanzierungen wie Sparkassen und Maklern angeboten. Damit verfügt das Unternehmen auch über ein Konkurrenzprodukt zu Hypoport's EUROPACE. Im abgelaufenen Geschäftsjahr steigerte PlanetHome den Umsatz um 14% auf 45 Mio. €.

Bei den anderen wichtigen Produkten, die Dr. Klein vermittelt, Giro- und Tagesgeldkonten sowie Lebensversicherungen, steht das Unternehmen vor allem in Konkurrenz zu Banken und Versicherungen, aber auch zu den klassischen Finanzvertrieben und Maklern. Daneben gibt es einige auf den Direktvertrieb fokussierte Makler wie zum Beispiel FinanzScout24.

## Das Unternehmen in Zahlen

### Geschäftsjahr 2007

Die Wachstumsdynamik der vergangenen Jahre setzte sich beim Hypoport-Konzern auch im Geschäftsjahr 2007 fort. Der Umsatz stieg kräftig um 59% auf 41,7 Mio. €. Wesentlich zu dieser erfreulichen Entwicklung trug Dr. Klein mit dem Geschäftsbereich Privatkunden bei, der den Umsatz um 58% auf 24,5 Mio. € verbesserte und damit 59% der Konzernumsätze erwirtschaftete. Dagegen verzeichnete der zweite Geschäftsbereich Immobilienfirmenkunden einen Umsatzrückgang von 4% auf 4,8 Mio. €, was insbesondere auf den intensiven Wettbewerb bei langfristigen Finanzierungen zurückzuführen war. Im zweiten Unternehmensteil B2B-Finanzmarktplätze setzte sich das anhaltende Wachstum im Geschäftsbereich Finanzdienstleister mit einem Umsatzanstieg von 54% auf 9,4 Mio. € weiter fort. Auf Grund der Akquisition der Hypoport Netherlands B.V. sprang der Umsatz im Bereich Institutionelle Kunden von 0,2 auf 2,7 Mio. €.

Konträr zur positiven Umsatzentwicklung sank das EBIT um 14% auf rund 4,0 Mio. €. Entsprechend verschlechterte sich die EBIT-Marge von 17,6% auf 9,5%. Belastend wirkten dabei allerdings Einmaleffekte von 1,1 Mio. € durch Aufwendungen für die erfolgte Börsennotierung im Prime Standard sowie außerplanmäßige Software-Abschreibungen in Höhe von 0,5 Mio. €. Ohne diese Sondereffekte wäre das bereinigte EBIT um 48% auf 5,5 Mio. € gestiegen.

### Konzern-GuV 2004 bis 2007 im Überblick (IFRS)

in TEUR	2004	2005	2006	2007	H1/08
<b>Umsatzerlöse</b>	<b>10.881</b>	<b>20.560</b>	<b>26.286</b>	<b>41.713</b>	<b>25.118</b>
Wachstum		89,0%	27,9%	58,7%	32,0%
<b>EBIT</b>	<b>1.792</b>	<b>6.188</b>	<b>4.621</b>	<b>3.960</b>	<b>1.554</b>
Marge	16,5%	30,1%	17,6%	9,5%	6,2%
<b>EBT</b>	<b>1.144</b>	<b>5.545</b>	<b>3.976</b>	<b>3.225</b>	<b>1.138</b>
Marge	10,5%	27,0%	15,1%	7,7%	4,5%
<b>Jahresüberschuss</b>	<b>686</b>	<b>4.079</b>	<b>4.081</b>	<b>4.259</b>	<b>697</b>
Marge	6,3%	19,8%	15,5%	10,2%	2,8%

Quelle: Hypoport; LBBW

### Erstes Halbjahr 2008

Im ersten Halbjahr 2008 konnte der Hypoport-Konzern seinen Umsatz erneut deutlich um 32% auf 25,1 Mio. € steigern, wobei die Umsätze in Q2 auf dem Niveau von Q1 stagnierten. Verantwortlich für das Wachstum war der tragende Geschäftsbereich Privatkunden, der trotz eines eingetrübten Marktumfeldes (ungünstige Zinsentwicklung und Rückgang der Immobilienfinanzierungstätigkeit) einen Umsatzanstieg von 49% auf 15,7 Mio. € erzielte. Insbesondere dank einer Rekordanzahl gewonnener Leads (+88% auf 1,5 Mio.), durch die sich der Umsatz mit sonstigen Finanzdienstleistungsprodukten (Bank- und Versicherungsprodukte) um 121% auf 8,6 Mio. € mehr als verdoppelte. Der Geschäftsbe-

Dynamisches Umsatzwachstum

EBIT von Sonderfaktoren belastet

Wachstum setzt sich trotz Finanzkrise fort...



reich Immobilienfirmenkunden steigerte seine Umsätze von 2,9 auf 3,1 Mio. €. Dagegen blieb der zweitgrößte Geschäftsbereich Finanzdienstleister trotz eines höheren Transaktionsvolumens mit einem Umsatz von 4,2 Mio. € leicht unter dem Vorjahresniveau (4,3 Mio. €). Der Bereich Institutionelle Kunden profitierte von einer höheren Nachfrage nach Transparenz schaffenden Informationssystemen von der Subprime Krise und steigerte die Umsätze um 45% auf 1,5 Mio. €. Das Wachstum resultierte dabei aus dem niederländischen Markt.

#### ....auf Kosten der Marge

Die Ertragslage des Hypoport-Konzerns konnte im ersten Halbjahr nicht mit der dynamischen Umsatzentwicklung mithalten. Das EBIT sank deutlich um 52% auf 1,6 Mio. €, was zu einem Rückgang der EBIT-Marge von 17,1% auf 6,2% führte. Dabei verwässerte insbesondere Q2/08 mit einer EBIT-Marge von lediglich 1,6% nach 10,8% in Q1/08. Ein Grund für den Margenrückgang ist der Ausbau der Marktposition. Davon betroffen war besonders der noch junge Geschäftsbereich Institutionelle Kunden. Belastungen von 1,1 Mio. € führten zu einem operativen Verlust von 0,7 Mio. € im Halbjahr. Insgesamt führten die Expansionsbestrebungen von Hypoport zu einem Anstieg der Mitarbeiterzahl um 10% auf 443 in den ersten sechs Monaten des Jahres. Darüber hinaus führten höhere Vertriebsaufwendungen zu einem überproportionalen Anstieg der sonstigen betrieblichen Aufwendungen um 77%. Entsprechend lag das Konzernergebnis in H1/08 mit 0,7 Mio. € (EPS: 0,12 €) deutlich unter dem Vorjahresniveau von 2,3 Mio. € (EPS: 0,36 €).

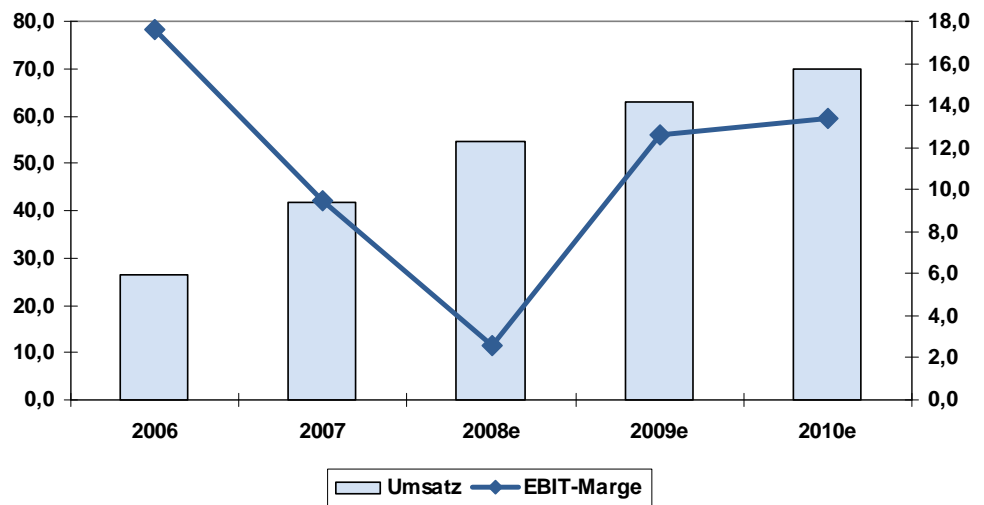
#### Zweistelliges Umsatz- und EBIT-Wachstum erwartet

### Prognose der Geschäftsentwicklung nach Segmenten

In den letzten Jahren ist es Hypoport gelungen, selbst in einem weitgehend stagnierenden Markt für Finanzdienstleistungen, zweistellige Wachstumsraten zu erzielen. Wir rechnen auch in den nächsten Jahren mit einer Fortsetzung dieser Entwicklung, wenngleich sich die Dynamik hierbei abschwächen sollte. Ein großer Unsicherheitsfaktor stellt dabei die weitere Entwicklung der Immobilien- und Kreditkrise dar und deren Auswirkung auf die Konjunktur. Von einer Rezession in Deutschland wäre auch das Geschäftsmodell der Hypoport beeinträchtigt. Auf Grund des überlegenen Vertriebsansatzes und der Skalierbarkeit des Geschäftsmodells sollte sich das überproportionale Marktwachstum von Hypoport allerdings auch in den nächsten Jahren fortsetzen. Wir rechnen bis 2010 mit einem jährlich zweistelligen Umsatz- und EBIT-Wachstum. Unsere Umsatzschätzung impliziert einen Anstieg von 41,7 Mio. € in 2007 auf 70,0 Mio. € bis 2010, was einem durchschnittlichem Wachstum von 19% p.a. entspricht. Gleichzeitig sollte das EBIT im selben Zeitraum von 4,0 Mio. € um durchschnittlich 33% p.a. auf 9,4 Mio. € steigen und sich damit die Marge von 9,5 % auf 13,4% verbessern. Im laufenden Jahr werden allerdings die Schließungskosten von rund 3 Mio. € für EUROPACE for Investors das EBIT belasten. Auf Grund des niedrigen Basiseffektes dürfte der Anstieg in 2009 entsprechend hoch ausfallen.



Prognose: Umsatz (Mio. €), EBIT-Marge (%)



## Expansion setzt sich fort

## Allfinanzvertrieb

Das stärkste Umsatzwachstum erwarten wir bis 2010 unverändert im Geschäftsbereich Privatkunden von Dr. Klein. Der Ausbau der Vertriebskapazitäten durch die Eröffnung weiterer Filialen, die Rekrutierung zusätzlicher Berater sowie die verstärkte Generierung von Leads sprechen noch für beträchtliches Wachstumspotenzial. Dabei sollte sich insbesondere die Vermittlung von sonstigen Finanzdienstleistungen, dank der zunehmenden Selbstbearbeitung von Leads, zu einem bedeutenden Umsatzträger neben Immobilienfinanzierungen entwickeln. Das erhöhte Vermittlungs- und Umsatzvolumen führt zur Nutzung von Größenvorteilen und ermöglicht Verhandlungsspielraum bei der Konditionenvereinbarung mit Produktanbietern, was sich positiv auf die operative EBIT-Marge im Geschäftsbereich Privatkunden auswirken sollte.

## Allfinanzvertrieb

	2005	2006	2007	2008e	2009e	2010e
<b>Privatkunden</b>						
Immobilienfinanzierungen	7.899	10.211	12.100	14.450	14.600	15.600
Wachstum		29,3%	18,5%	19,4%	1,0%	6,8%
Online Finanzdienstleistungen	734	3.087	7.492	10.690	14.250	16.300
Wachstum		320,6%	142,7%	42,7%	33,3%	14,4%
Sonstige Finanzdienstleistungen	963	2.160	4.907	10.358	12.768	14.547
Wachstum		124,3%	127,2%	111,1%	23,3%	13,9%
<b>Umsatz TEUR</b>	<b>9.596</b>	<b>15.458</b>	<b>24.499</b>	<b>35.498</b>	<b>41.618</b>	<b>46.447</b>
Wachstum		61,1%	58,5%	44,9%	17,2%	11,6%
<b>EBIT TEUR</b>	<b>2.793</b>	<b>2.580</b>	<b>4.379</b>	<b>4.080</b>	<b>4.870</b>	<b>5.630</b>
Wachstum		-7,6%	69,7%	-6,8%	19,4%	15,6%
<b>EBIT-Marge</b>	<b>29,1%</b>	<b>16,7%</b>	<b>17,9%</b>	<b>11,5%</b>	<b>11,7%</b>	<b>12,1%</b>
<b>Immobilienfirmenkunden</b>						
Umsatz TEUR	6.181	5.005	4.811	6.160	6.720	7.130
Wachstum		-19,0%	-3,9%	28,0%	9,1%	6,1%
EBIT TEUR	2.153	1.034	834	1.690	1.850	2.030
Wachstum		-52,0%	-19,3%	102,6%	9,5%	9,7%
EBIT-Marge	34,8%	20,7%	17,3%	27,4%	27,5%	28,5%

Quelle: LBBW

## Nachhaltige Marge um 40%

Die Wachstumstreiber für den Bereich Immobilienfirmenkunden sehen wir in dem Ausbau des Vertriebs und damit in einer intensiveren Kundenbetreuung. Gleichzeitig soll dabei die Vermittlung von Versicherungsleistungen stärker forciert werden. Wir erwarten, dass die Zahl der acht Relationship-Manager, die im vergangenen Geschäftsjahr mit 163 Kunden Finanzierungsabschlüsse tätigten, sich bis Ende 2009 auf neun erhöht. Zusätzlich sollte es gelingen, rund 5% der über 400 Bestandskunden Versicherungen (insbesondere Wohngebäudeversicherungen) zu vermitteln.

**B2B-Finanzmarktplätze**

Das zukünftige Wachstum im Geschäftsbereich Finanzdienstleister sehen wir gleichzeitig von drei Faktoren begünstigt. Zum einen dürfte die Zahl der Vertriebsorganisationen, die die EUROPACE-Plattform nutzen, von derzeit 38 bis Ende 2010 auf 41 steigen. Zum anderen wird die Plattform damit auch für weitere Produktanbieter zunehmend attraktiver, was sich positiv auf die Vermittlung von Ratenkrediten und sonstige Finanzdienstleistungen auswirken sollte. Hinzu kommen ab dem Geschäftsjahr 2009 die Umsätze aus dem Joint Venture zwischen Hypoport und Stater in den Niederlanden. Der Geschäftsbereich Finanzdienstleister ist der mit Abstand margenstärkste Bereich im Hypoport-Konzern. Wir rechnen auf Grund von Skaleneffekten bei steigenden Transaktionsvolumina auf der Plattform mit einer nachhaltigen EBIT-Marge von rund 40% ab dem nächsten Geschäftsjahr.

**B2B-Finanzmarktplätze**

Finanzdienstleister	2005	2006	2007	2008e	2009e	2010e
Transaktionsvolumen (T€)	7.238.900	9.248.800	12.500.004	14.216.000	16.680.000	18.118.000
Wachstum		27,8%	35,2%	13,7%	17,3%	8,6%
Transaktionserlös (%)	0,068%	0,066%	0,075%	0,062%	0,064%	0,066%
Umsatz TEUR	4.896	6.106	9.413	8.870	10.630	11.900
Wachstum		24,7%	54,2%	-5,8%	19,8%	11,9%
EBIT TEUR	2.696	2.698	5.521	2.920	4.230	4.890
Wachstum		0,1%	104,6%	-47,1%	44,9%	15,6%
EBIT-Marge	55,1%	44,2%	58,7%	32,9%	39,8%	41,1%

**Institutionelle Kunden**

Umsatz TEUR	463	474	2.702	2.950	2.980	3.350
Wachstum		2,4%	470,0%	9,2%	1,0%	12,4%
EBIT TEUR	-142	-342	-1.412	-3.820	790	910
Wachstum		140,8%	312,9%	170,5%	-120,7%	15,2%
EBIT-Marge	-30,7%	-72,2%	-52,3%	-129,5%	26,5%	27,2%

Quelle: LBBW

**Investitionen, Bilanz und Cash-Position**

Die Hälfte der Bilanzsumme von Hypoport besteht aus immateriellen Vermögensgegenständen. Von den 23,3 Mio. € im Geschäftsjahr 2007 resultierten 14,8 Mio. € aus Geschäfts- oder Firmenwerten. Der Rest setzte sich aus der Aktivierung von Entwicklungskosten im Rahmen der Entwicklung der Transaktionsplattformen, Patente, Software, Lizenzen und ähnlichen Rechten zusammen.

In den kommenden Jahren erwarten wir, dass weitere Investitionen in den Ausbau der B2B-Finanzmarktplätze im In- und Ausland den Wert der imma-

teriellen Vermögensgegenstände sukzessive auf 26,3 Mio. € bis 2010 ansteigen lässt. Hierbei handelt es sich um eine Nettogröße, da erstmalige Entwicklungskosten über einen Zeitraum von acht Jahren und nachfolgende über fünf Jahre abgeschrieben werden. Folglich kalkulieren wir mit Bruttoinvestitionen für den Ausbau der B2B-Finanzmarktplätze von 5,1 Mio. € im laufenden, 5,7 Mio. € im nächsten und 6,2 Mio. € in 2010. Dabei unterstellen wir einen unveränderten Firmenwert, der sich durch mögliche Impairments oder den Erwerb von zusätzlichen Goodwill aus geplanten Akquisitionen noch verändern dürfte.

Die von uns erwartete Gewinnentwicklung in den nächsten Jahren führt zu einem Aufbau der liquiden Mittel, deren Verwendung wir für die Tilgung von Darlehen sowie möglicher Akquisitionen kleinerer Unternehmen oder Unternehmensteile im In- oder Ausland erwarten. Mit Dividendenausschüttungen rechnen wir vorerst nicht.

## Anhang

### Gewinn- und Verlustrechnung

	12/2005	12/2006	12/2007	12/2008e	12/2009e	12/2010e
	T €	T €	T €	T €	T €	T €
<b>Umsatzerlöse</b>	<b>20.560</b>	<b>26.286</b>	<b>41.714</b>	<b>54.438</b>	<b>63.028</b>	<b>70.027</b>
Veränderung (%)	89,0	27,9	58,7	30,5	15,8	11,1
Bestandserhöhungen und andere aktivierte Eigenleistungen	1.835	2.642	3.333	4.160	4.900	5.450
<b>Gesamtleistung</b>	<b>22.395</b>	<b>28.928</b>	<b>45.047</b>	<b>58.598</b>	<b>67.928</b>	<b>75.477</b>
	108,9	110,1	108,0	107,6	107,8	107,8
Materialkosten	0	(22)	(73)	(410)	(530)	(690)
Personalkosten	(8.914)	(13.073)	(17.466)	(22.260)	(24.400)	(26.850)
Sonstige betriebliche Erträge	202	1.172	503	720	932	993
Sonstige betriebliche Aufwendungen	(6.192)	(10.502)	(20.714)	(30.168)	(31.730)	(35.050)
Restrukturierungsaufwendungen	0	0	0	0	0	0
<b>EBITDA</b>	<b>7.491</b>	<b>6.503</b>	<b>7.297</b>	<b>6.480</b>	<b>12.200</b>	<b>13.880</b>
Marge (%)	33,4	22,5	16,2	11,1	18,0	18,4
Abschreibungen auf Sachanlagen und immat. Vermögensgeg.	(1.303)	(1.883)	(3.337)	(5.040)	(4.280)	(4.520)
<b>EBIT</b>	<b>6.188</b>	<b>4.620</b>	<b>3.960</b>	<b>1.440</b>	<b>7.920</b>	<b>9.360</b>
Finanzergebnis	(643)	(644)	(735)	(710)	(700)	(700)
<b>Ergebnis der gew. Geschäftstätigkeit</b>	<b>5.545</b>	<b>3.976</b>	<b>3.225</b>	<b>730</b>	<b>7.220</b>	<b>8.660</b>
A.o. Ergebnis	0	0	0	0	0	0
<b>Vorsteuerergebnis</b>	<b>5.545</b>	<b>3.976</b>	<b>3.225</b>	<b>730</b>	<b>7.220</b>	<b>8.660</b>
EE-Steuern	(1.466)	105	1.034	(220)	(2.290)	(2.740)
Steuerquote (%)	26,4	n/m	n/m	30,1	31,7	31,6
<b>Ergebnis fortgeführtes Geschäft vor Anteilen Dritter</b>	<b>4.079</b>	<b>4.081</b>	<b>4.259</b>	<b>510</b>	<b>4.930</b>	<b>5.920</b>
Anteile Dritter	0	0	0	0	0	0
<b>Ergebnis fortgeführtes Geschäft</b>	<b>4.079</b>	<b>4.081</b>	<b>4.259</b>	<b>510</b>	<b>4.930</b>	<b>5.920</b>
Nicht fortgeführte Aktivitäten	0	0	0	0	0	0
<b>Jahresüberschuss nach Anteilen Dritter</b>	<b>4.079</b>	<b>4.081</b>	<b>4.259</b>	<b>510</b>	<b>4.930</b>	<b>5.920</b>
Veränderung (%)	494,6	0,0	4,4	(88,0)	866,7	20,1
Anzahl der Aktien	1.595	6.288	6.094	6.111	6.111	6.111
<b>Jahresüberschuss pro Stammaktie (€)</b>	<b>2,56</b>	<b>0,65</b>	<b>0,70</b>	<b>0,08</b>	<b>0,81</b>	<b>0,97</b>
Veränderung (%)	495,3	(74,6)	7,7	(88,6)	912,5	19,8

## Bilanz

Aktiva	12/2005	12/2006	12/2007	12/2008e	12/2009e	12/2010e
	T €	T €	T €	T €	T €	T €
<b>Langfristige Vermögenswerte</b>	<b>20.972</b>	<b>26.238</b>	<b>28.070</b>	<b>30.355</b>	<b>33.266</b>	<b>36.486</b>
Immaterielle Vermögensgegenstände	16.233	22.175	23.319	24.289	26.590	29.300
davon Goodwill	11.253	14.825	14.825	14.825	14.825	14.825
Sachanlagen	3.441	1.314	1.553	2.470	2.750	2.960
Finanzanlagen	111	454	522	920	1.250	1.550
Sonstige Vermögensgegenstände	54	17	0	0	0	0
Latente Steuern	1.133	2.278	2.676	2.676	2.676	2.676
<b>Kurzfristige Vermögenswerte</b>	<b>11.879</b>	<b>17.958</b>	<b>20.161</b>	<b>21.097</b>	<b>23.822</b>	<b>27.702</b>
Vorräte	0	0	0	0	0	0
Forderungen aus Lieferungen und Leistungen	9.108	10.514	15.847	16.200	17.400	19.800
Sonstige Vermögensgegenstände	835	4.264	1.214	2.450	2.780	3.340
Wertpapiere	0	0	0	0	0	0
Flüssige Mittel	1.936	3.180	3.100	2.447	3.642	4.562
<b>Summe Aktiva</b>	<b>32.851</b>	<b>44.196</b>	<b>48.231</b>	<b>51.452</b>	<b>57.088</b>	<b>64.188</b>

## Passiva

<b>Eigenkapital</b>	<b>11.555</b>	<b>18.820</b>	<b>22.930</b>	<b>23.495</b>	<b>28.425</b>	<b>34.345</b>
in % der Bilanzsumme	35,2	42,6	47,5	45,7	49,8	53,5
Gezeichnetes Kapital	1.595	6.288	6.094	6.111	6.111	6.111
Eigene Aktien (Nennwert)	0	0	0	0	0	0
Kapitalrücklage	141	1.350	1.704	1.742	1.742	1.742
Gewinnrücklage	9.819	11.182	15.132	15.642	20.572	26.492
Bilanzverlust	0	0	0	0	0	0
Sonstige Eigenkapitalveränderungen	0	0	0	0	0	0
Eigenkapital nicht fortgeführte Aktivitäten	0	0	0	0	0	0
Anteile anderer Gesellschafter	(0)	(0)	(0)	(0)	(0)	(0)
<b>Genüßrechtskapital</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
<b>Langfristige Verbindlichkeiten</b>	<b>17.086</b>	<b>12.305</b>	<b>15.579</b>	<b>19.133</b>	<b>18.633</b>	<b>18.233</b>
Pensionsrückstellungen	0	0	0	0	0	0
Übrige Rückstellungen	0	0	0	0	0	0
Finanzverbindlichkeiten	12.702	7.368	12.059	15.400	14.900	14.500
Sonstige Verbindlichkeiten	113	58	0	0	0	0
Latente Steuern	4.271	4.879	3.520	3.733	3.733	3.733
<b>kurzfristige Verbindlichkeiten</b>	<b>4.210</b>	<b>13.071</b>	<b>9.722</b>	<b>8.824</b>	<b>10.030</b>	<b>11.610</b>
Übrige Rückstellungen	7	18	21	188	240	280
Finanzverbindlichkeiten	511	7.738	1.341	1.669	1.900	2.400
Verbindlichkeiten aus Lieferungen und Leistungen	1.522	1.309	3.399	2.950	3.760	4.130
Sonstige Verbindlichkeiten	2.170	4.006	4.961	4.017	4.130	4.800
<b>Summe Passiva</b>	<b>32.851</b>	<b>44.196</b>	<b>48.231</b>	<b>51.452</b>	<b>57.088</b>	<b>64.188</b>

## Kennzahlen

Investment Kennzahlen	12/2005	12/2006	12/2007	12/2008e	12/2009e	12/2010e
	T €	T €	T €	T €	T €	T €
KGV	0,0	0,0	21,4	62,5	6,2	5,2
EPS Wachstum (%)	495,3	(74,6)	7,7	(88,6)	912,5	19,8
Kurs / Buchwert	0,0	0,0	4,0	1,3	1,1	0,9
Enterprise Value / Umsatz	0,5	0,4	2,2	0,8	0,7	0,6
Enterprise Value / EBITDA	1,5	1,8	13,9	6,8	3,6	3,2
Enterprise Value / EBIT	1,8	2,5	25,6	30,7	5,6	4,7
<b>Bonitätskennziffern</b>						
Nettoverschuldung / EBITDA	1,5	1,8	1,3	2,1	1,0	0,8
Gearing (%)	96,6	61,0	42,6	58,3	41,9	31,4
EK-Quote adjustiert (%)	32,9	37,5	46,4	51,4	48,9	54,5

## Anhang-1

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

Die LBBW verwendet ein dreistufiges, absolutes Aktienrating-System. Die jeweiligen Einstufungen sind mit folgenden Erwartungen verbunden: Kaufen: Das Kurspotenzial der Aktie beträgt mindestens 10 %. Halten: Das Kurspotenzial der Aktie liegt zwischen 0 % bis 10 %. Verkaufen: Es wird eine negative Kursentwicklung der Aktie erwartet. Die Ratings beziehen sich auf einen Zeithorizont von bis zu 6 Monaten.

Prozentuale Verteilung aller aktuellen Aktienratings der LBBW		
Kaufen	Halten	Verkaufen
51,8%	32,4%	15,8%

### Rating-Chronik

Datum	Rating
07.11.2008	Halten

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

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

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

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

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

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

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

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