

**Empfehlung:** Halten (zuvor: Kaufen)

**Kursziel:** 13,00 Euro

**Kurspotenzial:** -2 Prozent

**Aktiendaten**

Kurs (Schlusskurs Vortag)	13,30 Euro (XETRA)
Aktienanzahl (in Mio.)	6,19
Marktkap. (in Mio. Euro)	82,4
Enterprise Value (in Mio. Euro)	91,1
Ticker	HYQ
ISIN	DE0005493365

**Kursperformance**

52 Wochen-Hoch (in Euro)	14,10
52 Wochen-Tief (in Euro)	7,10
3 M relativ zum CDAX	+36,6%
6 M relativ zum CDAX	+28,0%



Quelle: Capital IQ

**Aktionärsstruktur**

Streubesitz	33,1%
Revenia GmbH (CEO)	34,8%
Kretschmar Familienstiftung	12,9%
Deutsche Postbank AG	9,7%
Sparta AG	5,8%
Deutsche Balaton	3,7%

**Termine**

HV	13. Juni 2014
Q2 Bericht	4. August 2014

**Prognosen Anpassung**

	2014e	2015e	2016e
Umsatz (alt)	116,5	128,1	138,4
Δ in %	-	-	-
EBIT (alt)	6,4	9,6	12,5
Δ in %	15,7%	-	-
EPS (alt)	0,80	1,05	1,40
Δ in %	17,5%	-	-

**Analysten**

Alexander Braun	Alexander Drews
+49 40 41111 37 77	+49 40 41111 37 84
a.braun@montega.de	a.drews@montega.de

**Publikation**

Comment	11. Juni 2014
---------	---------------

## Zinsentscheid und Einschnitte bei Lebensversicherungen mit gegenläufigen Effekten für Hypoport

In der letzten Woche wurden zwei fundamentale Entscheidungen von der Bundesregierung und von der EZB getroffen, die aus unserer Sicht sowohl kurz- als auch langfristige Auswirkungen auf das Geschäft von Hypoport haben werden.

- EZB:** Die Senkung des Leitzinses sowie die Aussagen des EZB-Präsidenten Mario Draghi lassen darauf schließen, dass die Niedrigzinsphase noch über Jahre bestehen bleibt. Dies dürfte dazu führen, dass das Interesse an Wohneigentum und somit Immobilienfinanzierungen auch in den nächsten Jahren hoch bleibt. Hypoport sollte daher sowohl im Privatkundengeschäft als auch in den Geschäftsbereichen FDL (EUROPACE) und Institutionelle Kunden von der anhaltend hohen Nachfrage profitieren. Kurzfristig könnten jedoch die weiter fallenden Zinsen zu einer Verschiebung der Investitionsentscheidungen von Q2 ins Q3 führen.
- Lebensversicherungen:** Die Bundesregierung hat eine Reform der Lebensversicherungen beschlossen (Zustimmung von Bundestag und Bundesrat steht noch aus). Der Maßnahmenkatalog (u.a. Senkung des Garantiezinses auf 1,25%) würde Lebensversicherung unattraktiver machen, so dass der Absatz weiter zurückgehen dürfte. Darüber hinaus würde eine Deckelung der Provisionen den Vertrieb unattraktiver machen. Die Umsetzung der Reform hätte eine weitere Belastung des Bereichs Privatkunden zur Folge.

Die Schwierigkeiten bei den Lebensversicherungen sind bereits seit längerem offensichtlich, daher kommt die Entscheidung der Bundesregierung nicht überraschend. Hypoport hat sich durch eine Senkung der Kostenbasis im Privatkundengeschäft auf das schwächelnde Geschäft mit privaten Krankenversicherungen und Lebensversicherungen eingestellt. Mittelfristig gehen wir davon aus, dass neue Produkte im Bereich der Altersvorsorge von den Versicherern angeboten werden, die ebenfalls über Hypoport vertrieben werden.

**Fazit:** Die beiden Entscheidungen dürften mittelfristig einen gegenläufigen Effekt haben. Die Immobilienfinanzierung wird u.E. auch in den nächsten Jahren die treibende Kraft des Unternehmens sein, während die Bereiche Versicherungen (außer Sachversicherungen) und einfache Bankprodukte weiterhin unter den schwierigen Marktbedingungen leiden. Dies deckt sich mit unseren Prognosen. Wir haben daher unsere langfristigen Ergebnisschätzungen unverändert gelassen, die EBIT-Erwartungen für das laufende Jahr jedoch um 1 Mio. Euro auf 7,4 Mio. Euro erhöht. So erwarten wir über den Jahresverlauf ein weiterhin starkes Immobilienfinanzierungsgeschäft sowie einen kleinen Vorzieheffekt bei Lebensversicherungen vor der anstehenden Senkung des Garantiezinses. Nach dem starken Kursanstieg von über 40% seit Anfang Mai auf ein neues 5-Jahreshoch stufen wir die Aktie von Kaufen auf Halten ab. Das neue Kursziel lautet 13,00 Euro.

Geschäftsjahresende: 31.12.	2012	2013	2014e	2015e	2016e
Umsatz	87,8	101,1	116,5	128,1	138,4
Veränderung yoy	4,0%	15,2%	15,2%	10,0%	8,0%
EBITDA	8,1	8,2	11,8	14,6	18,1
EBIT	3,2	4,0	7,4	9,6	12,5
Jahresüberschuss	-0,8	3,2	5,8	6,5	8,6
Rohrertragsmarge	55,7%	51,5%	50,9%	51,4%	52,1%
EBITDA-Marge	9,3%	8,1%	10,2%	11,4%	13,1%
EBIT-Marge	3,6%	4,0%	6,3%	7,5%	9,1%
Net Debt	9,7	9,5	8,1	5,2	-0,4
Net Debt/EBITDA	1,2	1,2	0,7	0,4	0,0
ROCE	7,8%	9,7%	16,5%	19,6%	24,1%
EPS	-0,13	0,52	0,94	1,05	1,40
FCF je Aktie	0,20	0,04	0,24	0,46	0,91
Dividende	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Dividendenrendite	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
EV/Umsatz	1,0	0,9	0,8	0,7	0,7
EV/EBITDA	11,2	11,1	7,7	6,2	5,0
EV/EBIT	28,5	22,8	12,3	9,5	7,3
KGV	n.m.	25,6	14,1	12,7	9,5
P/B	2,8	2,5	2,1	1,8	1,5

Quelle: Unternehmen, Montega, CapitalIQ

Angaben in Mio. EUR, EPS in EUR Kurs: 13,30

## UNTERNEHMENSHINTERGRUND

Hypoport ist ein internetbasierter Finanzdienstleister mit großer Kompetenz in der Softwareentwicklung und im Vertrieb von Finanzdienstleistungen. Das Geschäftsmodell von Hypoport basiert auf den drei voneinander profitierenden Geschäftssäulen Institutionelle Kunden, Privatkundengeschäft und Finanzdienstleistungen. Die Tochter Dr. Klein ist bereits seit 1954 in der Vermittlung von Wohnungsbaukrediten für deutsche Immobilienunternehmen tätig und Marktführer in diesem Segment. Im Privatkundengeschäft werden über die Internetauftritte von Dr. Klein oder Vergleich.de online oder per Telefon und vor Ort diverse Finanzprodukte vertrieben. Zudem betreibt Hypoport mit EUROPACE die größte deutsche Transaktionsplattform für Immobilienfinanzierungen.

Das Unternehmen beschäftigt derzeit über 553 Mitarbeiter. In 2013 erzielte Hypoport einen Umsatz von 101,1Mio. Euro. Die Unternehmensstruktur ist nachfolgend abgebildet:



## Historie

Die Historie der Hypoport Tochter Dr. Klein geht bis auf die 50er Jahre zurück. Die wichtigsten Meilensteine der Unternehmensgeschichte sind nachfolgend aufgezeigt:

**1954:** Gründung Dr. Klein (Geschäftsbereich Institutionelle Kunden)

**1999:** Gründung Hypoport

**1999:** Start Immobilienfinanzierung & Vergleich.de (Geschäftsbereich Privatkunden)

**2001:** Fusion von Dr. Klein und Hypoport

**2002:** Start EUROPACE Plattform (Geschäftsbereich Finanzdienstleister)

**2006:** Markteintritt in den Niederlanden

**2007:** Börsengang

**2008:** Start GENOPACE für Genossenschaftsbanken

**2009:** Start FINMAS für Sparkassen

**2012:** Aufgabe des Joint Ventures in den Niederlanden

## Segmentbetrachtung

### Privatkunden

Das Privatkundengeschäft über die Tochter Dr. Klein & Co. AG ist mit einem Umsatzanteil von fast 55% (56 Mio. Euro in 2013) die umsatzstärkste Säule des Hypoport-Konzerns. Dr. Klein agiert als Vermittler für Finanzdienstleistungen aus den Bereichen Bankprodukte (z.B. Girokonto und Tagesgeld), Personenversicherungen (z.B. Private Krankenversicherung und Haftpflichtversicherung) und Kredite (z.B. Immobilienfinanzierungen und Ratenkredite).

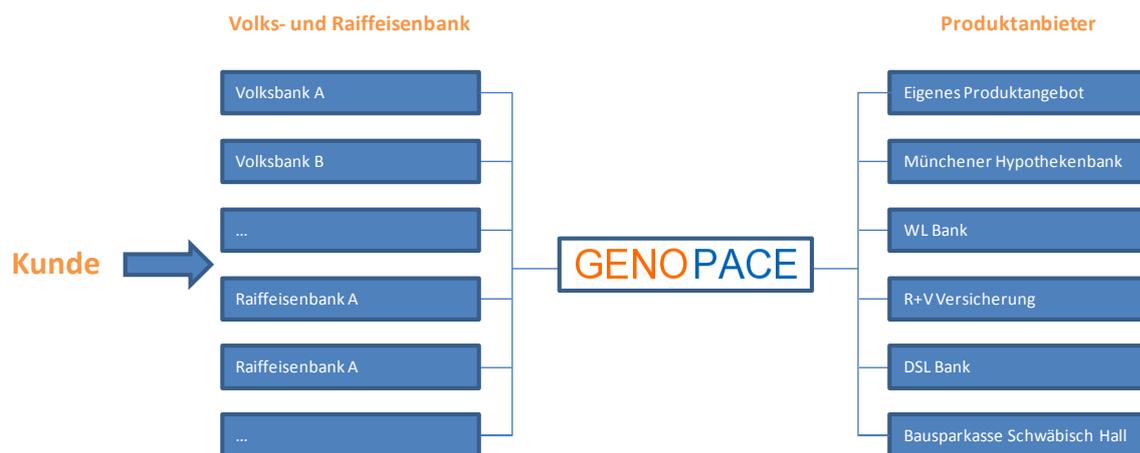
Dabei nutzt Hypoport die Synergien im Konzern, um seinen Kunden individuelle Produkte zu attraktiven Konditionen bieten zu können.

Die Lead Generierung (Kundenanfragen) erfolgt entweder Online über Webauftritte wie drklein.de oder vergleich.de oder in einer der über 200 Niederlassungen des deutschlandweiten Filialnetzes. Abhängig von der Komplexität der Finanzprodukte werden diese Leads entweder direkt online in Vertragsabschlüsse umgewandelt (z.B. KFZ-Versicherung, Tagesgeldkonto) oder an eigene oder externe Kundenberater weitergeleitet (z.B. Baufinanzierung oder Lebensversicherung). Hypoport erhält hierfür eine Provision, die abhängig vom Produkt und der Art der Bearbeitung ist (Verarbeitung durch eigene Berater oder Weiterreichen des Leads an externe).

### Finanzdienstleistung (FDL)

Das Geschäftsfeld Finanzdienstleistung stellt mit EUROPACE eine Transaktionsplattform für Banken, Bausparkassen und Versicherungen für den Vertrieb von Finanzprodukten bereit. Diese ist nicht nur ein reines Vertriebstool, sondern auch eine vollständige Software für die Bearbeitung und Abwicklung von Krediten und Bausparverträgen. Das Transaktionsvolumen der Plattform lag in 2013 bei 31,6 Mrd. Euro, der Umsatz betrug 33,1 Mio. Euro.

Auf Grundlage der EUROPACE Plattform hat Hypoport auch Ableger für Genossenschaftsbanken und Sparkassen entwickelt. GENOPACE und FINMAS sind speziell auf die Bedürfnisse dieser Institute abgestimmt. Während EUROPACE alle Vertragsparteien verbindet, ist GENOPACE z.B. nur auf Verbundpartner beschränkt. Die Funktionsweise ist nachfolgend dargestellt.



Quelle: Unternehmen

### Institutionelle Kunden

Das Segment Institutionelle Kunden ist unter der Marke Dr. Klein Marktführer bei der Finanzierung von kommunalen und genossenschaftlichen Wohnungsunternehmen. Der Umsatz im Geschäftsjahr 2013 lag bei 12,5 Mio. Euro.

### Erfahrenes Management

**Ronald Slabke (CEO):** 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 als Assistent der Geschäftsleitung zur Dr. Klein & Co. GmbH & Co. KG. 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.

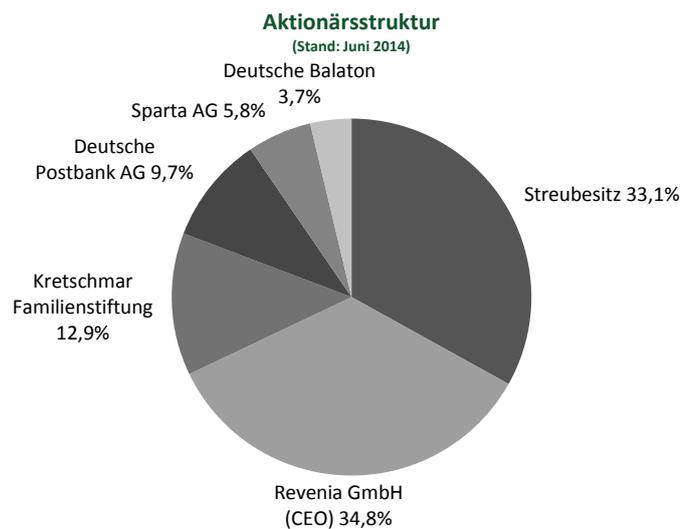
**Thilo Wiegand:** Der gelernte Bankkaufmann und Sparkassenbetriebswirt wurde 1956 geboren und war von 1991 bis 2003 in verschiedenen Führungspositionen bei der Deutschen Bank im Bereich Immobilienfinanzierung tätig. Zuletzt war er hier als Produktmanager Baufinanzierungen für die zur Deutschen Bank 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. Seit Juni 2008 ist er Vorstand der Hypoport AG.

**Stephan Gawarecki:** 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 Gawarecki 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. Seit 1. Juni 2010 ist Herr Gawarecki Mitglied des Vorstandes der Hypoport AG.

**Hans Peter Trampe:** 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. Seit 1. Juni 2010 ist Herr Trampe Mitglied des Vorstandes der Hypoport AG.

### Aktionärsstruktur

Das Grundkapital der Gesellschaft ist in 6.194.958 Stückaktien mit einem rechnerischen Anteil am Grundkapital von 1 Euro eingeteilt. Größter Aktionär von Hypoport ist die Beteiligungsgesellschaft des CEO Ronald Slabke, die Revenia GmbH. Diese hält 34,8% der Anteile. Die Familienstiftung des ehemaligen Vorstandes und jetzigen Aufsichtsratsmitglieds Dr. Thomas Kretschmar ist mit 12,9% zweitgrößter Aktionär der Hypoport AG. Die Deutsche Postbank, die zu den wichtigen Kunden zählt, hält 9,7% der Stimmrechte. Zudem ist die Sparta AG mit 5,8% und die Deutsche Balaton mit 3,7% am Unternehmen beteiligt. Die restlichen 33,1% befinden sich im Streubesitz.



Quelle: Unternehmen

## ANHANG

## DCF Modell

Angaben in Mio.Euro	2014e	2015e	2016e	2017e	2018e	2019e	2020e	Terminal Value
<b>Umsatz</b>	<b>116,5</b>	<b>128,1</b>	<b>138,4</b>	<b>148,0</b>	<b>156,9</b>	<b>164,8</b>	<b>171,4</b>	<b>174,8</b>
Veränderung	15,2%	10,0%	8,0%	7,0%	6,0%	5,0%	4,0%	2,0%
<b>EBIT</b>	<b>7,4</b>	<b>9,6</b>	<b>12,5</b>	<b>14,9</b>	<b>15,7</b>	<b>16,5</b>	<b>17,1</b>	<b>16,6</b>
EBIT-Marge	6,3%	7,5%	9,1%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%	9,5%
<b>NOPAT</b>	<b>6,3</b>	<b>6,8</b>	<b>8,9</b>	<b>10,6</b>	<b>11,1</b>	<b>11,7</b>	<b>12,2</b>	<b>11,6</b>
<b>Abschreibungen</b>	<b>4,4</b>	<b>5,0</b>	<b>5,6</b>	<b>5,7</b>	<b>5,4</b>	<b>5,1</b>	<b>5,1</b>	<b>5,2</b>
in % vom Umsatz	3,8%	3,9%	4,1%	3,8%	3,5%	3,1%	3,0%	3,0%
<b>Liquiditätsveränderung</b>								
- Working Capital	-3,0	-2,7	-2,6	-2,3	-1,9	-1,8	-1,7	-0,5
- Investitionen	-6,0	-6,0	-6,0	-6,0	-6,3	-6,3	-6,5	-6,6
Investitionsquote	5,2%	4,7%	4,3%	4,1%	4,0%	3,8%	3,8%	3,8%
Übriges	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Free Cash Flow (WACC-Modell)</b>	<b>1,7</b>	<b>3,1</b>	<b>5,9</b>	<b>7,9</b>	<b>8,3</b>	<b>8,7</b>	<b>9,1</b>	<b>9,7</b>
<b>WACC</b>	<b>10,1%</b>							
Present Value	1,7	2,8	4,7	5,8	5,5	5,2	5,0	59,7
<b>Kumuliert</b>	<b>1,7</b>	<b>4,4</b>	<b>9,2</b>	<b>14,9</b>	<b>20,4</b>	<b>25,7</b>	<b>30,7</b>	<b>90,3</b>

## Wertermittlung (Mio. Euro)

Total present value (Tpv)	90,3
Terminal Value	59,7
Anteil vom Tpv-Wert	66%
Verbindlichkeiten	17,6
Liquide Mittel	7,8
<b>Eigenkapitalwert</b>	<b>80,6</b>

Aktienzahl (Mio.)	6,19
<b>Wert je Aktie (Euro)</b>	<b>13,00</b>
+Upside / -Downside	-2%
<b>Aktienkurs (Euro)</b>	<b>13,30</b>

## Modellparameter

Fremdkapitalquote	40,0%
Fremdkapitalzins	5,5%
Marktrendite	9,0%
risikofreie Rendite	2,50%
Beta	1,80
WACC	10,1%
ewiges Wachstum	2,0%

Quelle: Montega

## Annahmen: Umsatzwachstumsraten und Margenerwartungen

Kurzfristiges Umsatzwachstum	2014-2017	8,3%
Mittelfristiges Umsatzwachstum	2014-2019	7,2%
Langfristiges Umsatzwachstum	ab 2021	2,0%
EBIT-Marge	2014-2017	8,2%
EBIT-Marge	2014-2019	8,8%
Langfristige EBIT-Marge	ab 2021	9,5%

## Sensitivität Wert je Aktie (Euro) ewiges Wachstum

WACC	1,25%	1,75%	2,00%	2,25%	2,75%
10,56%	11,35	11,81	12,06	12,33	12,90
10,31%	11,76	12,25	12,52	12,80	13,43
<b>10,06%</b>	<b>12,18</b>	<b>12,71</b>	<b>13,00</b>	<b>13,31</b>	<b>13,99</b>
9,81%	12,64	13,21	13,52	13,86	14,60
9,56%	13,12	13,74	14,08	14,44	15,25

## Sensitivität Wert je Aktie (Euro) EBIT-Marge ab 2021e

WACC	9,00%	9,25%	9,50%	9,75%	10,00%
10,56%	11,51	11,78	12,06	12,34	12,61
10,31%	11,94	12,23	12,52	12,81	13,10
<b>10,06%</b>	<b>12,40</b>	<b>12,70</b>	<b>13,00</b>	<b>13,31</b>	<b>13,61</b>
9,81%	12,89	13,20	13,52	13,84	14,16
9,56%	13,41	13,74	14,08	14,41	14,75

G&V (in Mio. Euro) Hypoport AG	2012	2013	2014e	2015e	2016e
<b>Umsatz</b>	<b>87,8</b>	<b>101,1</b>	<b>116,5</b>	<b>128,1</b>	<b>138,4</b>
Bestandsveränderungen	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Aktiviert Eigenleistungen	4,2	4,5	4,5	5,0	5,0
<b>Gesamtleistung</b>	<b>91,9</b>	<b>105,6</b>	<b>121,0</b>	<b>133,1</b>	<b>143,4</b>
Vertriebskosten (Unterprovisionen und Leadkosten)	43,0	53,5	61,6	67,3	71,3
<b>Rohertrag</b>	<b>48,9</b>	<b>52,1</b>	<b>59,3</b>	<b>65,8</b>	<b>72,1</b>
Personalaufwendungen	29,9	32,6	35,4	37,2	38,7
Sonstige betriebliche Aufwendungen	13,2	14,0	15,0	17,3	18,7
Sonstige betriebliche Erträge	2,4	2,7	2,9	3,2	3,5
<b>EBITDA</b>	<b>8,1</b>	<b>8,2</b>	<b>11,8</b>	<b>14,6</b>	<b>18,1</b>
Abschreibungen auf Sachanlagen	0,9	0,8	0,9	1,0	1,1
<b>EBITA</b>	<b>7,2</b>	<b>7,4</b>	<b>10,9</b>	<b>13,6</b>	<b>17,0</b>
Amortisation immaterielle Vermögensgegenstände	4,0	3,4	3,5	4,0	4,5
<b>EBIT</b>	<b>3,2</b>	<b>4,0</b>	<b>7,4</b>	<b>9,6</b>	<b>12,5</b>
Finanzergebnis	-0,9	-0,6	-0,5	-0,4	-0,4
<b>EBT</b>	<b>2,3</b>	<b>3,4</b>	<b>6,9</b>	<b>9,2</b>	<b>12,2</b>
EE-Steuern	0,4	0,2	1,0	2,7	3,5
<b>Jahresüberschuss vor Anteilen Dritter</b>	<b>-0,8</b>	<b>3,2</b>	<b>5,8</b>	<b>6,5</b>	<b>8,6</b>
Anteile Dritter	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Jahresüberschuss</b>	<b>-0,8</b>	<b>3,2</b>	<b>5,8</b>	<b>6,5</b>	<b>8,6</b>

Quelle: Unternehmen (berichtete Daten), Montega (Prognosen)

G&V (in % vom Umsatz) Hypoport AG	2012	2013	2014e	2015e	2016e
<b>Umsatz</b>	<b>100,0%</b>	<b>100,0%</b>	<b>100,0%</b>	<b>100,0%</b>	<b>100,0%</b>
Bestandsveränderungen	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Aktiviert Eigenleistungen	4,8%	4,5%	3,9%	3,9%	3,6%
<b>Gesamtleistung</b>	<b>104,8%</b>	<b>104,5%</b>	<b>103,9%</b>	<b>103,9%</b>	<b>103,6%</b>
Vertriebskosten (Unterprovisionen und Leadkosten)	49,0%	52,9%	52,9%	52,5%	51,5%
<b>Rohertrag</b>	<b>55,7%</b>	<b>51,5%</b>	<b>50,9%</b>	<b>51,4%</b>	<b>52,1%</b>
Personalaufwendungen	34,1%	32,3%	30,4%	29,0%	28,0%
Sonstige betriebliche Aufwendungen	15,1%	13,9%	12,9%	13,5%	13,5%
Sonstige betriebliche Erträge	2,7%	2,7%	2,5%	2,5%	2,5%
<b>EBITDA</b>	<b>9,3%</b>	<b>8,1%</b>	<b>10,2%</b>	<b>11,4%</b>	<b>13,1%</b>
Abschreibungen auf Sachanlagen	1,1%	0,8%	0,8%	0,8%	0,8%
<b>EBITA</b>	<b>8,2%</b>	<b>7,3%</b>	<b>9,4%</b>	<b>10,6%</b>	<b>12,3%</b>
Amortisation immaterielle Vermögensgegenstände	4,6%	3,4%	3,0%	3,1%	3,3%
<b>EBIT</b>	<b>3,6%</b>	<b>4,0%</b>	<b>6,3%</b>	<b>7,5%</b>	<b>9,1%</b>
Finanzergebnis	-1,0%	-0,6%	-0,5%	-0,3%	-0,3%
<b>EBT</b>	<b>2,7%</b>	<b>3,4%</b>	<b>5,9%</b>	<b>7,1%</b>	<b>8,8%</b>
EE-Steuern	0,4%	0,2%	0,9%	2,1%	2,6%
<b>Jahresüberschuss vor Anteilen Dritter</b>	<b>-0,9%</b>	<b>3,2%</b>	<b>5,0%</b>	<b>5,1%</b>	<b>6,3%</b>
Anteile Dritter	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
<b>Jahresüberschuss</b>	<b>-0,9%</b>	<b>3,2%</b>	<b>5,0%</b>	<b>5,1%</b>	<b>6,3%</b>

Quelle: Unternehmen (berichtete Daten), Montega (Prognosen)

Bilanz (in Mio. Euro) Hypoport AG	2012	2013	2014e	2015e	2016e
<b>AKTIVA</b>					
Immaterielle Vermögensgegenstände	27,7	29,3	30,8	31,8	32,3
Sachanlagen	2,6	2,8	2,9	2,9	2,8
Finanzanlagen	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1
<b>Anlagevermögen</b>	<b>30,4</b>	<b>32,2</b>	<b>33,8</b>	<b>34,8</b>	<b>35,2</b>
Vorräte	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Forderungen aus Lieferungen und Leistungen	25,7	29,1	33,8	37,6	40,9
Liquide Mittel	8,6	7,8	7,3	7,1	12,8
Sonstige Vermögensgegenstände	6,1	6,1	6,1	6,1	6,1
<b>Umlaufvermögen</b>	<b>40,3</b>	<b>43,0</b>	<b>47,2</b>	<b>50,8</b>	<b>59,7</b>
<b>Bilanzsumme</b>	<b>70,7</b>	<b>75,2</b>	<b>81,0</b>	<b>85,6</b>	<b>94,9</b>
<b>PASSIVA</b>					
<b>Eigenkapital</b>	<b>29,6</b>	<b>32,8</b>	<b>38,7</b>	<b>45,2</b>	<b>53,8</b>
<b>Anteile Dritter</b>	<b>0,2</b>	<b>0,2</b>	<b>0,2</b>	<b>0,2</b>	<b>0,2</b>
Rückstellungen	0,3	0,8	1,0	1,0	1,0
Zinstragende Verbindlichkeiten	18,3	17,4	15,4	12,4	12,4
Verbindl. aus Lieferungen und Leistungen	14,1	15,8	17,5	18,6	19,3
Sonstige Verbindlichkeiten	8,2	8,2	8,2	8,2	8,2
<b>Verbindlichkeiten</b>	<b>40,9</b>	<b>42,2</b>	<b>42,1</b>	<b>40,2</b>	<b>40,9</b>
<b>Bilanzsumme</b>	<b>70,7</b>	<b>75,2</b>	<b>81,0</b>	<b>85,6</b>	<b>94,9</b>

Quelle: Unternehmen (berichtete Daten), Montega (Prognosen)

Bilanz (in % der Bilanzsumme) Hypoport AG	2012	2013	2014e	2015e	2016e
<b>AKTIVA</b>					
Immaterielle Vermögensgegenstände	39,2%	38,9%	38,0%	37,1%	34,0%
Sachanlagen	3,7%	3,8%	3,6%	3,4%	2,9%
Finanzanlagen	0,2%	0,2%	0,1%	0,1%	0,1%
<b>Anlagevermögen</b>	<b>43,0%</b>	<b>42,9%</b>	<b>41,7%</b>	<b>40,6%</b>	<b>37,1%</b>
Vorräte	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Forderungen aus Lieferungen und Leistungen	36,4%	38,7%	41,7%	43,9%	43,1%
Liquide Mittel	12,1%	10,4%	9,0%	8,3%	13,5%
Sonstige Vermögensgegenstände	8,6%	8,0%	7,5%	7,1%	6,4%
<b>Umlaufvermögen</b>	<b>57,0%</b>	<b>57,2%</b>	<b>58,2%</b>	<b>59,3%</b>	<b>63,0%</b>
<b>Bilanzsumme</b>	<b>100,0%</b>	<b>100,0%</b>	<b>100,0%</b>	<b>100,0%</b>	<b>100,0%</b>
<b>PASSIVA</b>					
<b>Eigenkapital</b>	<b>41,9%</b>	<b>43,7%</b>	<b>47,7%</b>	<b>52,8%</b>	<b>56,7%</b>
<b>Anteile Dritter</b>	<b>0,3%</b>	<b>0,3%</b>	<b>0,3%</b>	<b>0,3%</b>	<b>0,2%</b>
Rückstellungen	0,5%	1,1%	1,2%	1,2%	1,1%
Zinstragende Verbindlichkeiten	25,9%	23,1%	19,0%	14,4%	13,0%
Verbindl. aus Lieferungen und Leistungen	11,6%	10,9%	10,1%	9,6%	8,7%
Sonstige Verbindlichkeiten	57,9%	56,1%	51,9%	46,9%	43,1%
<b>Verbindlichkeiten</b>	<b>57,9%</b>	<b>56,1%</b>	<b>51,9%</b>	<b>46,9%</b>	<b>43,1%</b>
<b>Bilanzsumme</b>	<b>100,0%</b>	<b>100,0%</b>	<b>100,0%</b>	<b>100,0%</b>	<b>100,0%</b>

Quelle: Unternehmen (berichtete Daten), Montega (Prognosen)

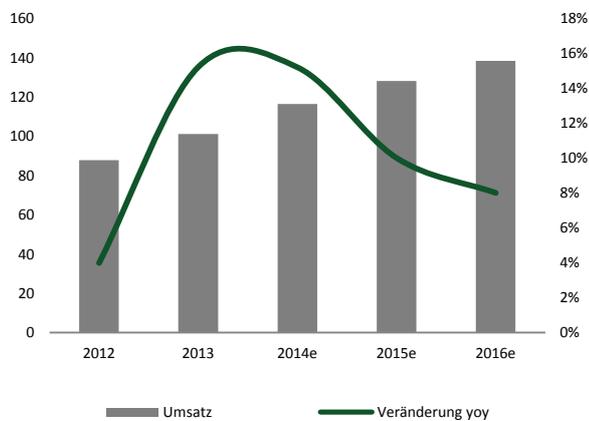
Kapitalflussrechnung (in Mio. Euro) Hypoport AG	2012	2013	2014e	2015e	2016e
Jahresüberschuss/ -fehlbetrag	-0,8	3,2	5,8	6,5	8,6
Abschreibung Anlagevermögen	0,9	0,8	0,9	1,0	1,1
Amortisation immaterielle Vermögensgegenstände	4,0	3,4	3,5	4,0	4,5
Veränderung langfristige Rückstellungen	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Sonstige zahlungsunwirksame Erträge/Aufwendungen	2,4	0,5	0,2	0,0	0,0
<b>Cash Flow</b>	<b>6,5</b>	<b>7,9</b>	<b>10,5</b>	<b>11,5</b>	<b>14,3</b>
Veränderung Working Capital	1,2	-1,6	-3,0	-2,7	-2,6
<b>Cash Flow aus operativer Tätigkeit</b>	<b>7,8</b>	<b>6,2</b>	<b>7,5</b>	<b>8,8</b>	<b>11,7</b>
CAPEX	-6,5	-6,0	-6,0	-6,0	-6,0
Sonstiges	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Cash Flow aus Investitionstätigkeit</b>	<b>-6,5</b>	<b>-6,0</b>	<b>-6,0</b>	<b>-6,0</b>	<b>-6,0</b>
Dividendenzahlung	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Veränderung Finanzverbindlichkeiten	0,4	-0,9	-2,0	-3,0	0,0
Sonstiges	-0,6	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Cash Flow aus Finanzierungstätigkeit</b>	<b>-0,3</b>	<b>-0,9</b>	<b>-2,0</b>	<b>-3,0</b>	<b>0,0</b>
Effekte aus Wechselkursänderungen	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Veränderung liquide Mittel</b>	<b>1,0</b>	<b>-0,7</b>	<b>-0,5</b>	<b>-0,2</b>	<b>5,7</b>
<b>Endbestand liquide Mittel</b>	<b>8,6</b>	<b>7,8</b>	<b>7,3</b>	<b>7,1</b>	<b>12,8</b>

Quelle: Unternehmen (berichtete Daten), Montega (Prognosen)

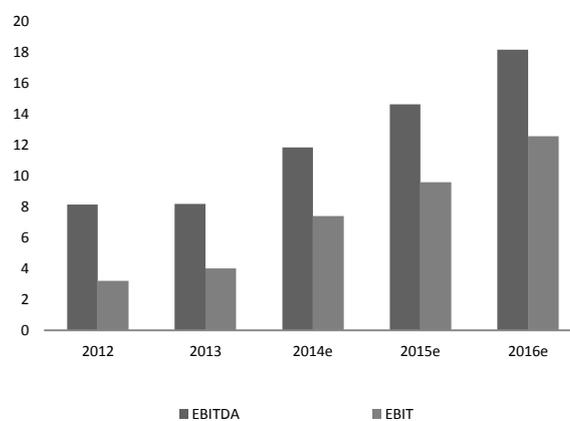
Kennzahlen Hypoport AG	2012	2013	2014e	2015e	2016e
<b>Ertragsmargen</b>					
Rohertragsmarge (%)	55,7%	51,5%	50,9%	51,4%	52,1%
EBITDA-Marge (%)	9,3%	8,1%	10,2%	11,4%	13,1%
EBIT-Marge (%)	3,6%	4,0%	6,3%	7,5%	9,1%
EBT-Marge (%)	2,7%	3,4%	5,9%	7,1%	8,8%
Netto-Umsatzrendite (%)	2,2%	3,2%	5,0%	5,1%	6,3%
<b>Kapitalverzinsung</b>					
ROCE (%)	7,8%	9,7%	16,5%	19,6%	24,1%
ROE (%)	-2,6%	10,8%	17,6%	16,7%	19,1%
ROA (%)	-1,2%	4,3%	7,2%	7,6%	9,1%
<b>Solvenz</b>					
Net Debt zum Jahresende (Mio. Euro)	9,7	9,5	8,1	5,2	-0,4
Net Debt / EBITDA	1,2	1,2	0,7	0,4	0,0
Net Gearing (Net Debt/EK)	0,3	0,3	0,2	0,1	0,0
<b>Kapitalfluss</b>					
Free Cash Flow (Mio. EUR)	1,2	0,2	1,5	2,8	5,7
Capex / Umsatz (%)	7%	6%	5%	5%	4%
Working Capital / Umsatz (%)	15%	12%	13%	14%	15%
<b>Bewertung</b>					
EV/Umsatz	1,0	0,9	0,8	0,7	0,7
EV/EBITDA	11,2	11,1	7,7	6,2	5,0
EV/EBIT	28,5	22,8	12,3	9,5	7,3
EV/FCF	72,9	400,0	62,5	32,2	16,1
KGV	-	25,6	14,1	12,7	9,5
P/B	2,8	2,5	2,1	1,8	1,5
Dividendenrendite	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%

Quelle: Unternehmen (berichtete Daten), Montega (Prognosen)

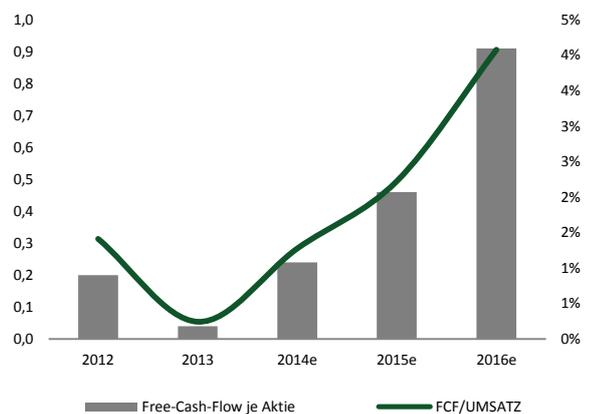
Umsatzentwicklung



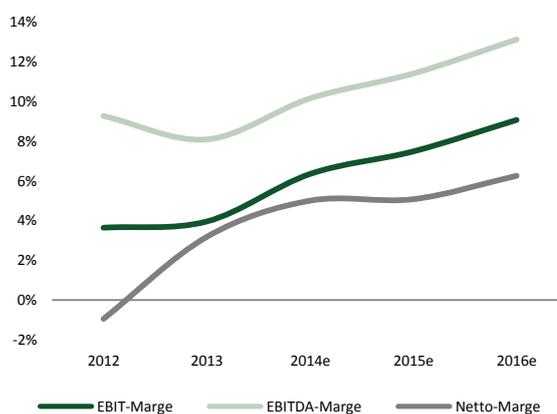
Ergebnisentwicklung



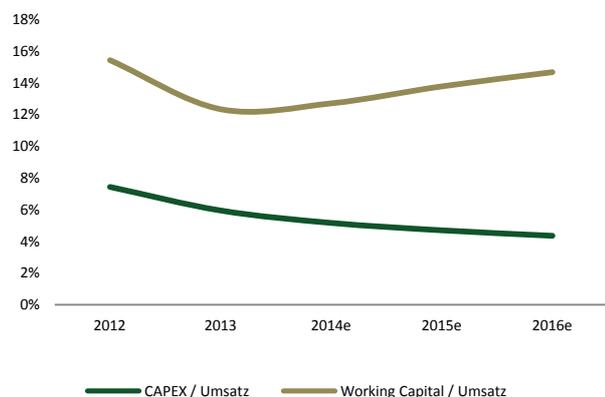
Free-Cash-Flow Entwicklung



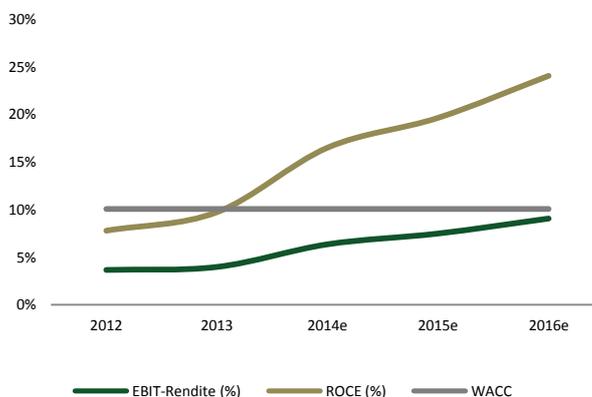
Margenentwicklung



Investitionen / Working Capital



Ebit-Rendite / ROCE



## 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 Montega 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 (Stand: 11.06.2014):**

Montega AG hat mit diesem Unternehmen eine Vereinbarung über die Erstellung einer Finanzanalyse getroffen. Diese Finanzanalyse wurde vor ihrer Veröffentlichung dem Emittenten zugänglich gemacht und danach geändert.

Alle Preise von Finanzinstrumenten, die in dieser Finanzanalyse angegeben werden, sind Schlusskurse des in der Analyse angegebenen Datums (bzw. des Vortags), soweit nicht ausdrücklich ein anderer Zeitpunkt genannt wird.

### **Erklärung gemäß § 34b WpHG und FinAnV über zusätzliche Angaben (Stand: 11.06.2014):**

Die Aktualisierung der vorliegenden Publikation erfolgt bei Anlässen, die nach Einschätzung von Montega kursrelevant sein können. Auf das Einstellen der regelmäßigen Kommentierung von Anlässen im Zusammenhang mit dem Emittenten (Coverage) wird vorab hingewiesen.

### **Wesentliche Grundlagen und Maßstäbe der im Dokument enthaltenen Werturteile:**

Die Bewertungen, die den Anlageurteilen der Montega 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 Montega AG steigt der Aktienkurs innerhalb der kommenden zwölf Monate, sofern textlich nicht ein anderer Zeithorizont explizit genannt wird.

**Halten:** Nach Auffassung des Analysten der Montega AG bleibt der Aktienkurs innerhalb der kommenden zwölf Monate stabil, sofern textlich nicht ein anderer Zeithorizont explizit genannt wird.

**Verkaufen:** Nach Auffassung des Analysten der Montega AG fällt der Aktienkurs innerhalb der kommenden zwölf Monate, sofern textlich nicht ein anderer Zeithorizont explizit genannt wird.

### **Zuständige Aufsichtsbehörde:**

Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht  
Lurgallee 12

60439 Frankfurt

## Kurs- und Empfehlungs-Historie

Empfehlung	Datum	Kurs	Kursziel	Potenzial
Kaufen (Ersteinschätzung)	13.09.2012	8,35	16,00	+92%
Halten	05.11.2012	9,50	9,80	+3%
Halten	28.01.2013	8,20	9,80	+20%
Halten	13.02.2013	8,50	9,80	+15%
Halten	12.03.2013	8,36	9,80	+17%
Kaufen	07.05.2013	7,51	10,50	+40%
Kaufen	05.08.2013	8,50	10,50	+24%
Kaufen	05.11.2013	9,89	12,00	+21%
Kaufen	20.02.2014	8,81	11,50	+31%
Kaufen	11.03.2014	9,11	11,50	+26%
Kaufen	06.05.2014	10,43	11,50	+10%
Halten	11.06.2014	13,30	13,00	-2%