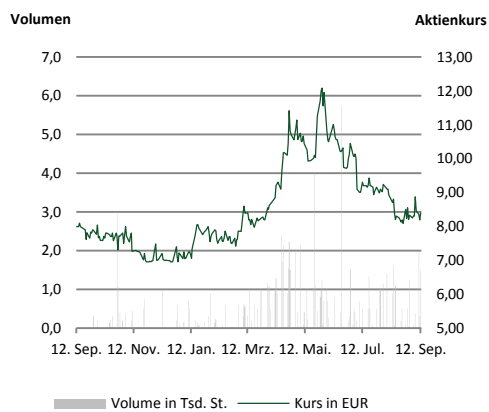


Empfehlung: Kaufen**Kursziel:** 16,00 Euro**Kurspotenzial:** +92 Prozent**Aktiendaten**

Kurs (Schlusskurs Vortag)	8,35 Euro (XETRA)
Aktienanzahl (in Mio.)	6,19
Marktkap. (in Mio. Euro)	51,73
Enterprise Value (in Mio. Euro)	62,38
Ticker	HYQ
ISIN	DE0005493365

Kursperformance

52 Wochen-Hoch (in Euro)	12,08
52 Wochen-Tief (in Euro)	6,77
3 M relativ zum CDAX	-38,4%
6 M relativ zum CDAX	2,8%

**Aktionärsstruktur**

Streubesitz	36,8%
Revenia GmbH (CEO Ronald Slabke)	34,8%
Kretschmar Familienstiftung	12,9%
Deutsche Postbank AG	9,7%
Sparta AG	5,8%

Termine

Q3-Bericht 5. November 2012

Prognosen Anpassung

	2012e	2013e	2014e
Umsatz (alt)	100,4	113,6	127,7
Δ in %	-	-	-
EBIT (alt)	7,8	9,8	12,2
Δ in %	-	-	-
EPS (alt)	0,73	0,97	1,25
Δ in %	-	-	-

Analysten

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

Publikation

Studie 13. September 2012

Marktanteilsgewinn unterstreicht exzellente Wettbewerbsposition

Hypoport ist ein internetbasierter Finanzdienstleister. Das Geschäftsmodell besteht aus zwei voneinander profitierenden Säulen. Der selbstentwickelte **B2B-Marktplatz EUROPACE** ist die führende Transaktionsplattform zwischen Banken, Versicherungen und unabhängigen Finanzvertrieben für die Vermittlung von Finanzprodukten (insbesondere private Immobilienfinanzierung). Über die Tochter **Dr. Klein** ist Hypoport zudem auch selbst als unabhängiger Finanzvermittler tätig.

Die **Märkte für Immobilienfinanzierung und Versicherungen** in Deutschland verzeichnen seit Jahren nur niedrige Wachstumsraten. Das dynamische Umsatzwachstum von Hypoport (CAGR 2006-2011: 26,3%) ist daher auf signifikante Marktanteilsgewinne zurückzuführen, die aus der hohen Wettbewerbsqualität des Unternehmens sowohl im Plattformgeschäft als auch im Finanzvertrieb resultieren. An der **EUROPACE Plattform** arbeitet Hypoport bereits seit über 10 Jahren, aktuell mit einem 100-köpfigen Entwicklerteam. Hierdurch hat sich das Unternehmen eine hohe Expertise in der Softwareentwicklung aufgebaut. Der Marktanteil ist mittlerweile auf über 9% angewachsen, so dass nahezu jede zehnte Immobilienfinanzierung über die Hypoport Plattform abgewickelt wird. Die Finanzvermittler profitieren von der großen Produktvielfalt, während die Produkthanbieter über EUROPACE Zugriff auf ein riesiges Vertriebsnetz haben (über 10.000 Berater).

Im **Privatkundengeschäft** zeichnet sich das Unternehmen durch die kostengünstige und effiziente Leadgenerierung (Kundenanfragen nach Finanzprodukten) über das Internet aus, die entweder direkt online oder über das deutschlandweite Vertriebsnetz in Vertragsabschlüsse konvertiert werden (zentrale Leadgenerierung, dezentrale Betreuung). Kein anderer Wettbewerber verfügt über ein vergleichbar synergetisches Geschäftsmodell, ist derart tief in die Geschäftsprozesse der Kunden eingebunden und zudem produkthanbieterunabhängig. Hierdurch schafft das Unternehmen hohe Markteintrittsbarrieren.

Die exzellente Wettbewerbsposition konnte Hypoport in den vergangenen Jahren in ein **dynamisches Wachstum** überführen, das sich auch in diesem Jahr fortsetzen dürfte. Zum ersten Halbjahr 2012 verzeichnete das Unternehmen trotz einer schwachen Versicherungsnachfrage ein Umsatzplus von 17% auf 42 Mio. Euro. Das EBIT lag bei 2,6 Mio. Euro. Für das Gesamtjahr erwarten wir das Erreichen der 100 Mio. Euro Umsatzmarke sowie ein deutlich verbessertes EBIT von 7,8 Mio. Euro, welches in den Folgejahren überproportional zulegen dürfte. Die Umstellung auf Unisex Tarife zum Jahresende und der insgesamt stabile Immobilienmarkt in Deutschland sollten dabei für positiven Newsflow sorgen.

Fazit: Hypoport weist ein hoch skalierbares Geschäftsmodell auf, das aufgrund von Netzwerkeffekten und hohen Markteintrittsbarrieren kaum replizierbar ist. Das Unternehmen dürfte folglich weiterhin Marktanteile hinzugewinnen und eine überproportionale Ergebnisverbesserung verzeichnen. Die visiblen Wachstumsperspektiven sowie der erwartete, deutliche Ergebnisanstieg sind dabei noch nicht ausreichend im Aktienkurs reflektiert. Auf Basis der Prognosen für 2012 ergeben sich ein EV/EBIT von 8,0x sowie ein KGV von 11,4x, was u.E. für ein schnell wachsendes Unternehmen mit einer derart hohen Wettbewerbsqualität zu niedrig ist. Das aus einem DCF-Modell abgeleitete Kursziel lautet 16,00 Euro. Wir nehmen die Coverage der Hypoport Aktie mit dem Rating Kaufen auf.

Geschäftsjahresende: 31.12.	2010	2011	2012e	2013e	2014e
Umsatz	66,9	84,4	100,4	113,6	127,7
Veränderung yoy	32,6%	26,1%	19,0%	13,1%	12,4%
EBITDA	11,1	11,1	13,0	15,1	17,9
EBIT	6,4	5,9	7,8	9,8	12,2
Jahresüberschuss	3,3	3,7	4,5	6,0	7,7
Rohertragsmarge	68,8%	57%	56,1%	55%	54,4%
EBITDA-Marge	16,7%	13,1%	12,9%	13,3%	14,0%
EBIT-Marge	9,6%	7,0%	7,8%	8,6%	9,5%
Net Debt	9,4	11,1	11,8	9,8	5,0
Net Debt/EBITDA	0,8	1,0	0,9	0,6	0,3
ROCE	17,8%	14,9%	17,3%	19,7%	22,9%
EPS	0,53	0,60	0,73	0,97	1,25
FCF je Aktie	0,00	-0,10	-0,10	0,32	0,77
Dividende	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Dividendenrendite	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
EV/Umsatz	0,9	0,7	0,6	0,5	0,5
EV/EBITDA	5,6	5,6	4,8	4,1	3,5
EV/EBIT	9,7	10,5	8,0	6,4	5,1
KGV	15,8	13,9	11,4	8,6	6,7
P/B	1,9	1,7	1,4	1,2	1,0

Quellen: Unternehmen, Montega, CapitalIQ

Angaben in Mio. EUR, Kurs: 8,35

INHALTSVERZEICHNIS

Investment Case	3
Wachsender Marktanteil in stabilen Märkten	3
Hohe Wettbewerbsqualität schafft starke Markteintrittsbarrieren	5
Zweistelliges Umsatzwachstum dürfte fortgesetzt werden	7
Kostendegression führt zu signifikanter Profitabilitätsverbesserung	8
Umstellung auf Unisextarife dürfte für positiven Newsflow sorgen	9
DCF und Peergroup-Analyse signalisieren deutliche Unterbewertung	9
Fazit: Profitables Wachstum sollte sich fortsetzen	9
Timing und Sentiment	10
Gutes zweites Halbjahr erwartet	10
Attraktiver Einstiegszeitpunkt	11
SWOT	12
Stärken	12
Schwächen	12
Chancen	13
Risiken	13
Markt und Wettbewerb	14
Stabiler Markt für Immobilienfinanzierungen	14
Lebensversicherungen ist die wichtigste Versicherungsart	15
Anzahl der direkten Wettbewerber gering	16
Wettbewerbsqualität	18
EUROPACE - Größte Transaktionsplattform für Immobilienfinanzierungen	18
Zentrale Leadgenerierung als wesentlicher Wettbewerbsvorteil	21
Führende Marktstellung im Bereich Institutionelle Kunden	22
Finanzen	24
Jüngste Performance	24
Dynamische Umsatzentwicklung	24
Leicht rückläufige Rohertragsmargen erwartet	27
Positive Ergebnisentwicklung	27
Solide Bilanzstruktur	29
Bewertung	30
DCF-Modell	30
Peergroup Vergleich	32
Unternehmenshintergrund	34
Historie	34
Segmentbetrachtung	35
Erfahrenes Management	36
Aktionärsstruktur	36
Anhang	38
Disclaimer	42

INVESTMENT CASE

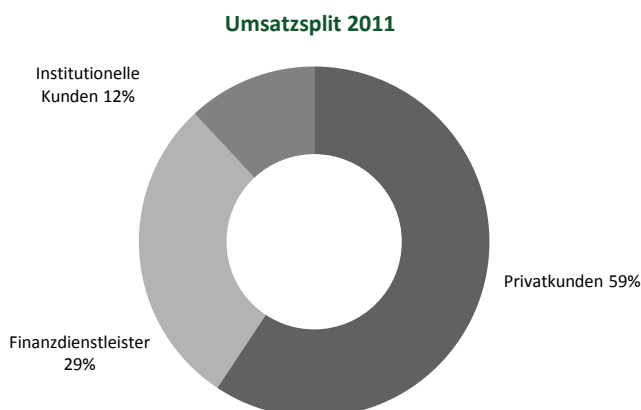
Hypoport ist ein internetbasierter Finanzdienstleister, der einen selbstentwickelten B2B-Marktplatz (EUROPACE) für Finanzprodukte betreibt. EUROPACE ist die führende Transaktionsplattform zwischen Banken, Versicherungen und unabhängigen Finanzvertrieben für die Vermittlung von Baufinanzierungen, Ratenkrediten, Sachversicherungen oder Bausparverträgen. Daneben ist Hypoport über die Tochter Dr. Klein auch selbst als unabhängiger Finanzvermittler sowohl für Privatkunden als auch für institutionelle Kunden tätig. Die Geschäftsbereiche profitieren dabei spürbar voneinander: Dr. Klein kann auf die Produktvielfalt von EUROPACE zurückgreifen und Anfragen effizient über die Plattform abwickeln. EUROPACE nutzt hingegen die praktische Vertriebs Erfahrung von Dr. Klein bei der Weiterentwicklung der Plattform.

EUROPACE (Finanzdienstleister): Die EUROPACE Software wird fest in die IT-Struktur des Produkthanbieters (Bank, Bausparkasse, etc.) sowie des Vermittlers (Banken, Versicherungen, unabhängige Finanzvertriebe, etc.) implementiert. Danach kann die Bank über die Plattform z.B. Baufinanzierungen anbieten, die ein unabhängiger Finanzvertrieb oder eine andere (kleinere) Bank dem Kunden vermittelt. Hypoport erhält hierfür eine Gebühr, die abhängig vom Finanzierungsvolumen sowie der vereinbarten Zinsbindung ist.

Internetbasierter Finanzvertrieb (Privatkunden): Über Webauftritte wie drklein.de oder vergleich.de werden Kundenanfragen generiert (sogenannte Leads). 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).

Institutionelle Kunden: Das Segment Institutionelle Kunden vereint die ehemaligen Geschäftsbereiche Finanzvertrieb Immobilienfirmenkunden und B2B-Finanzmarktplätze für institutionelle Kunden. Zu den Kernkompetenzen zählen die Vermittlung und das Arrangement von großvolumigen Krediten sowie Versicherungen für die deutsche Wohnungswirtschaft, Kommunen und gewerblichen Immobilieninvestoren. Zugleich wird in den Niederlanden die Plattform EUROPACE for issuers betrieben, die speziell auf das Reporting von Verbriefungstransaktionen ausgerichtet ist.

Die Umsatzverteilung nach Geschäftsbereichen ist nachfolgend dargestellt:



Quelle: Unternehmen

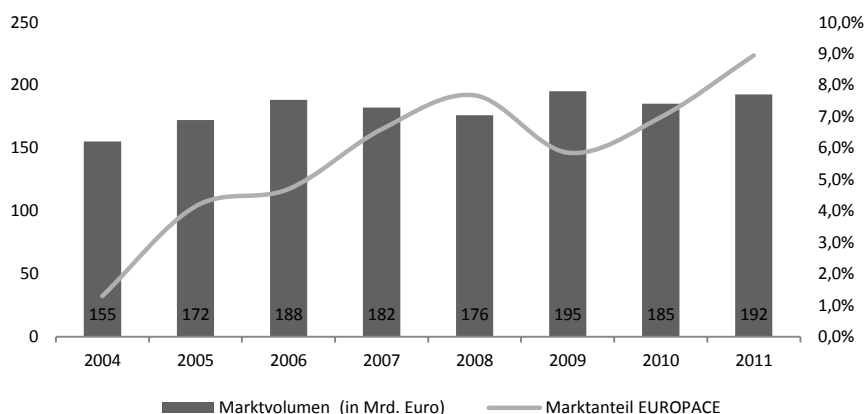
Wachsender Marktanteil in stabilen Märkten

Hypoport vermittelt Produkte in den Bereichen Immobilienfinanzierung (z.B. Hypothekenkredite), Bankprodukte (z.B. Konten) und Versicherungen (z.B. Krankenversicherungen). Die drei adressierten Märkte werden im Folgenden kurz beschrieben.

Stabiler Markt für Immobilienfinanzierung

Der deutsche Markt für **private Immobilienfinanzierung** verharrt seit Jahren auf einem stabilen Niveau. Das dynamische Wachstum von Hypoport ist somit auf Marktanteilsgewinne zurückzuführen. Seit dem Start von EUROPACE in 2002 ist der Marktanteil sukzessive angestiegen. Der kurzzeitige Rückgang in 2009 ist auf die starke historische Ausrichtung von Hypoport auf Privatbanken zurückzuführen. Im Zuge der Finanzkrise konnten diese keine attraktiven Finanzierungsbedingungen anbieten, weswegen sie Marktanteile an Sparkassen und Genossenschaftsbanken verloren. Hypoport hat daraufhin die EUROPACE Plattform durch spezifische Anpassungen auch auf Sparkassen (FINMAS Plattform), Genossenschaftsbanken (GENOPACE) sowie Bausparkassen (BOXL) ausgeweitet. Diese drei Bankengruppen halten zusammen ca. 60% der Wohnimmobilienkredite in Deutschland, so dass die Reichweite von EUROPACE deutlich ausgebaut werden konnte. Der Marktanteil beträgt mittlerweile über 9% (2004: 1,3%).

Marktvolumen private Immobilienfinanzierung und Marktanteil EUROPACE

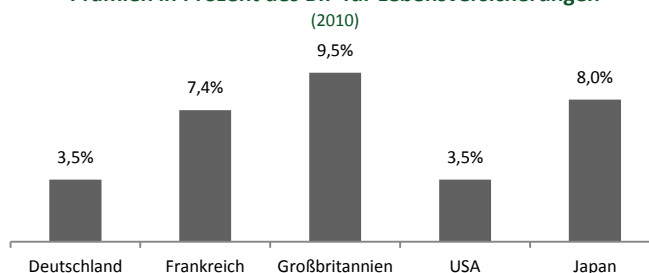


Quellen: Unternehmen, Deutsche Bundesbank

Deutscher Versicherungsmarkt mit langfristigem Nachholpotenzial

Trotz der wirtschaftlichen Stärke Deutschlands liegen die Beitragseinnahmen der deutschen Erstversicherer unter denen von Großbritannien und Frankreich. Hauptgrund hierfür ist die vergleichsweise geringe Anzahl an Lebensversicherungen. Wie die nachfolgende Grafik zeigt, werden in Deutschland nur 3,5% des BIP für Lebensversicherungen aufgewendet. Damit bleibt Deutschland weit hinter anderen Industrienationen wie Großbritannien (9,5%) und Japan (8%) zurück. Diese Situation dürfte sich jedoch langfristig ändern. Aufgrund des demographischen Wandels ist mit einem weiteren Absinken der Real-Renten zu rechnen. Ein angemessener Lebensstandard wird folglich nur - wie in anderen Ländern heute schon üblich - durch zusätzliche Renten-/Lebensversicherungen aufrechtzuerhalten sein. Die Anzahl der Lebensversicherungen dürfte somit weiter ansteigen.

Prämien in Prozent des BIP für Lebensversicherungen



Quelle: GDV

Internetbasierte Finanzdienstleistung voll im Trend

Ein entscheidender Faktor für den Erfolg von Hypoport ist die steigende Internetaffinität der Kunden, die dazu führt, dass immer mehr Produkte/Leistungen online gekauft oder vermittelt werden. Mittlerweile gehört das Internet zum wichtigsten Informationsmedium, wenn es um den Abschluss von Krediten oder Versicherungen geht. In diesem Zusammenhang spielen auch die sich ändernden Vertriebswege für Finanzprodukte eine wichtige Rolle. Inzwischen haben unabhängige Vermittler bei Lebensversicherungen einen Marktanteil von 26% und bei Krankenversicherungen von 40%, während der klassische Vertrieb (Vertrieb von Finanzprodukten nur eines oder einzelner Anbieter) zunehmend in den Hintergrund rückt. Aus den zwei angeführten Trends ergeben sich folglich große Wachstumsperspektiven für unabhängige, internetbasierte Finanzdienstleister wie Hypoport.

Hohe Wettbewerbsqualität schafft starke Markteintrittsbarrieren

Durch seine strikte Ausrichtung auf die Lead Generierung und die unabhängige Kundenberatung grenzt sich Hypoport im Wettbewerb zum klassischen Strukturvertrieb wahrnehmbar ab und schafft zudem durch die große Expertise im Bereich der Software-Entwicklung hohe Markteintrittsbarrieren.

Finanzdienstleistungen: EUROPACE mit klarem Kosten-Nutzen-Vorteil

In den letzten Jahren hat Hypoport das Transaktionsvolumen auf mehr als 20 Mrd. Euro ausgebaut und verfügt im Bereich der Immobilienfinanzierung aktuell über einen Marktanteil von rund 9%. Der Erfolg von EUROPACE basiert u.a. auf folgenden Punkten:

- **Für Produkthanbieter:** Einfacher und günstiger Marktzugang zu einem flächendeckenden und äußerst leistungsstarken Netzwerk von über 10.000 Finanzberatern
- **Für Finanzvertriebe:** Breites Produktportfolio mit den besten Konditionen
- **Für Banken ohne eine kritische Masse:** Zusätzliche Ertragspotenziale aus der Vermittlung von Fremdprodukten
- **Für den Kunden:** Transparente und unabhängige Produktberatung

Darüber hinaus ist die **hohe Wettbewerbsqualität** von Hypoport im Bereich FDL eine Folge aus:

1) Der festen Integration in die IT-Infrastruktur der Kunden: In der Regel ist die Software fest in die IT-Infrastruktur der Unternehmen integriert, so dass neben dem reinen Vertrieb auch die effiziente Bearbeitung und Abwicklung im Back-Office erfolgen kann. Wegen der Einbindung in den gesamten Geschäftsprozess ist die Akquise neuer Geschäftspartner tendenziell schwieriger, nach der erfolgten Implementierung und Schulung der Mitarbeiter ist die Wechselwahrscheinlichkeit bei den Kunden jedoch sehr gering. Hierdurch schafft sich Hypoport starke Markteintrittsbarrieren und festigt seine Wettbewerbsposition.

2) Der Möglichkeit, die Plattform als White-Label Produkt zu nutzen: Hypoport hat die Entwicklung der EUROPACE Plattform bereits vor über 10 Jahren begonnen und verfügt dementsprechend über eine hohe Expertise in der Softwareentwicklung. Folglich handelt es sich um eine in der Praxis erprobte Lösung mit einem geringen Technologierisiko. Mittlerweile hat das Netzwerk über 280 Vertragspartner und mehr als 10.000 Finanzberater. Als Wachstumstreiber in diesem Zusammenhang dient der White-Label Ansatz von Hypoport. Die Plattform kann von den Nutzern unter eigenem Namen geführt (so z.B. bei AWD) oder an die Anforderungen der jeweiligen Partner angepasst werden. So nutzen z.B. die Sparkassen die auf EUROPACE basierende FINMAS Plattform, die Genossenschafts- und Raiffeisenbanken hingegen GENOPACE.

3) Der Skalierbarkeit der EUROPACE Plattform: Über die EUROPACE Plattform wurden zunächst nur Baufinanzierungen vermittelt, ehe das Produktportfolio zunächst auf Ratenkredite (2004), auf Bausparverträge (2007) und schließlich Sachversicherungen (2011) ausgeweitet wurde. Insbesondere das Bausparvolumen hat sich in den letzten Jahren dynamisch entwickelt. Zukünftig dürften weitere Produkte wie z.B. Personenversicherungen hinzukommen, so dass der Leistungsumfang der Plattform weiter steigt und Cross-Selling-Potenziale besser ausgeschöpft werden können.

4) Sowie dem First Mover Vorteil: Hypoport verfügt im Bereich des internetbasierten Finanzvertriebs und als Plattformbetreiber (EUROPACE) über einen klaren First Mover Vorteil. Bei EUROPACE bewirkt der Netzwerkeffekt, dass die Attraktivität der Plattform mit jedem neuen Teilnehmer steigt und ab dem Erreichen einer kritischen Größe die Nutzerzahl dynamisch anwächst. Da das Erreichen der kritischen Masse auf dem fragmentierten Markt für Finanzdienstleistungen sehr langwierig ist, erschwert dies den Markteintritt neuer Wettbewerber.

Privatkundengeschäft: Unterschiedliche Unternehmensphilosophie als (Haupt-)Grund für die hohe Wettbewerbsqualität

Auch im wettbewerbsintensiveren Privatkundengeschäft verfügt Hypoport mit seiner Tochter Dr. Klein über eine starke Marktposition. Die ist vor allem eine Folge des **großen Erfahrungsschatzes in der Lead Generierung und eines deutschlandweiten Vertriebsnetz**: Aktuell werden ca. 1,5 Mio. Leads pro Quartal generiert (CAGR 2007 - 2011: 16,9%) und über das deutschlandweite Vertriebsnetz von über 700 Beratern an 202 Standorten in Vertragsabschlüsse umgewandelt.

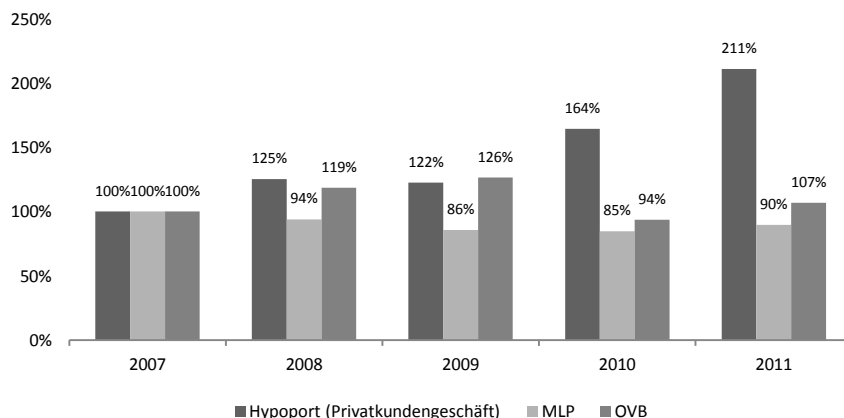
Die Unternehmensphilosophie ist folglich auf die Gewinnung von Kunden mit einem bestehenden Beratungsbedarf ausgerichtet (klares Differenzierungsmerkmal zu Strukturvertrieb wie AWD und MLP). Hierdurch kann eine höhere Konversionsrate erzielt werden als bei einer proaktiven Ansprache der Kunden durch Berater.

Gegenüber den rein **internetbasierten Anbietern** differenziert sich Hypoport durch das deutschlandweite Vertriebsnetz. Die lokalen Niederlassungen sind dabei die wesentliche Markteintrittsbarriere, da es den Online Anbietern an den finanziellen Möglichkeiten mangelt, ein eigenes deutschlandweites Vertriebsnetz aufzubauen. Die Generierung von lokalen Leads über das Internet ist jedoch nur schwer möglich bzw. wenig effizient (deutlich höhere Kundenakquisitionskosten / hoher Ausschuss).

Der Vorteil des Geschäftsmodells von Hypoport zeigt sich insbesondere in der besseren Umsatzentwicklung der letzten Jahre. Der Bereich Privatkunden konnte in den letzten fünf Jahren den Umsatz verdoppeln, die beiden börsennotierten Peers MLP und OVB stagnierten bzw. wiesen eine rückläufige Entwicklung auf:

Umsatzentwicklung Hypoport und Wettbewerber

(Umsatzerlöse aus fortgeführten Geschäftsbereichen, Basis 2007)



Quelle: Unternehmen

Zweistelliges Umsatzwachstum dürfte fortgesetzt werden

Hypoport hat am 6. August überzeugende Halbjahreszahlen vorgelegt. Der Umsatz stieg erneut zweistellig um 17% auf 42 Mio. Euro, das EBIT lag bei 2,6 Mio. Euro (zuvor: 1,3 Mio. Euro). Während das Versicherungsgeschäft aufgrund von Sondereffekten rückläufig war, konnte Hypoport im Bereich der Baufinanzierungen weiter wachsen. Für das Gesamtjahr wurde vom Vorstand ein Ergebnis deutlich über dem Vorjahreswert (3,7 Mio. Euro) in Aussicht gestellt.

Zweistellige Wachstumsraten auch in den kommenden Jahren avisiert

U.E. wird Hypoport auch in den kommenden Jahren zweistellige Wachstumsraten erzielen. Hierzu beitragen sollten ...

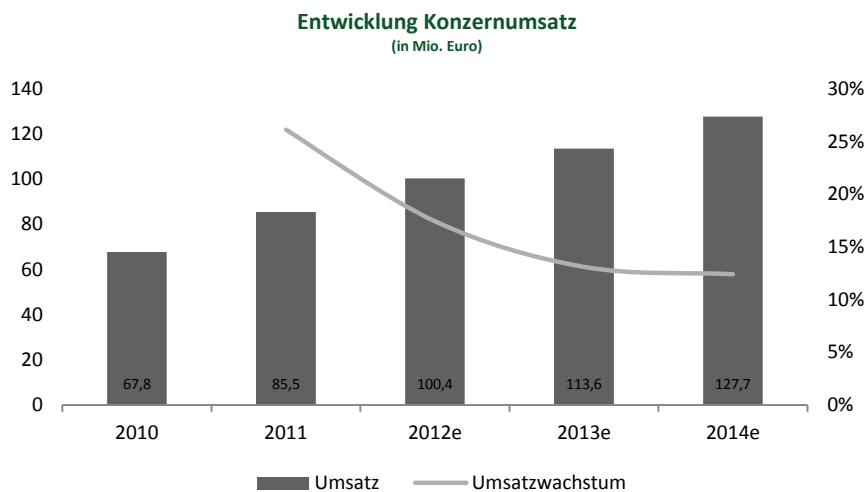
...allgemeinen Markttrends:

- **Positiver Trend beim Internetvertrieb:** Die wachsende Bedeutung des Internetvertriebs sowie von unabhängigen Finanzberatern begünstigt die Umsatzentwicklung von Hypoport.
- **Stabiler Immobilienmarkt:** Angesichts eines historisch niedrigen Zinsniveaus und des Mangels an adäquaten risikoarmen Alternativen dürfte der deutsche Immobilienmarkt weiterhin sehr robust sein.

...sowie konkrete Wachstumsvorhaben:

- **Ausbau der Vertragspartner im B2B Bereich:** Hypoport hat die Anzahl der Produkthanbieter auf der EUROPACE/GENOPACE/FINMAS/BOXL Plattform von 156 in 2009 auf aktuell 282 nahezu verdoppelt. Wir gehen davon aus, dass weitere Partner hinzugewonnen werden, wodurch der Marktanteil weiter steigen sollte.
- **Ausbau der Beraterzahlen:** Durch den anhaltenden Ausbau der Beraterzahlen dürfte die Vertriebsstärke weiter zunehmen (über 400% seit 2007).
- **Ausbau Bausparen und Implementierung weiterer Produkte:** Mit dem Anschluss der größten deutschen Bausparkasse Schwäbisch Hall im April 2012 an GENOPACE dürfte Hypoport das Geschäft mit Bausparverträgen weiter ausbauen. Damit nutzen mit Schwäbisch Hall und BHW die zwei größten deutschen Bausparanbieter die Plattformen von Hypoport. Zudem dürften in Zukunft neben Baufinanzierungen, Ratenkrediten und Bausparverträgen auch Personenversicherungen über EUROPACE angeboten werden, was zusätzliches Wachstumspotenzial eröffnet.
- **Netzwerkeffekt:** Die wachsende Zahl der Produkthanbieter sowie der Vermittler erhöht die Attraktivität sowohl der B2B Plattform als auch von Dr. Klein, wodurch wiederum neue Teilnehmer gewonnen werden (positive Rückkopplung).

Insgesamt gehen wir dieses Jahr vom Erreichen der 100 Mio. Euro Umsatzmarke aus, was insbesondere auf das deutliche Wachstum im Finanzdienstleistungssegment (B2B) zurückzuführen ist. Für die kommenden Jahre rechnen wir mit einer leichten Abschwächung des Umsatzwachstums. Dieses sollte jedoch weiterhin über 10% und damit über den Marktwachstum liegen, wie die folgende Grafik zeigt.



Quellen: Unternehmen, Montega (Prognose)

Kostendegression führt zu signifikanter Profitabilitätsverbesserung

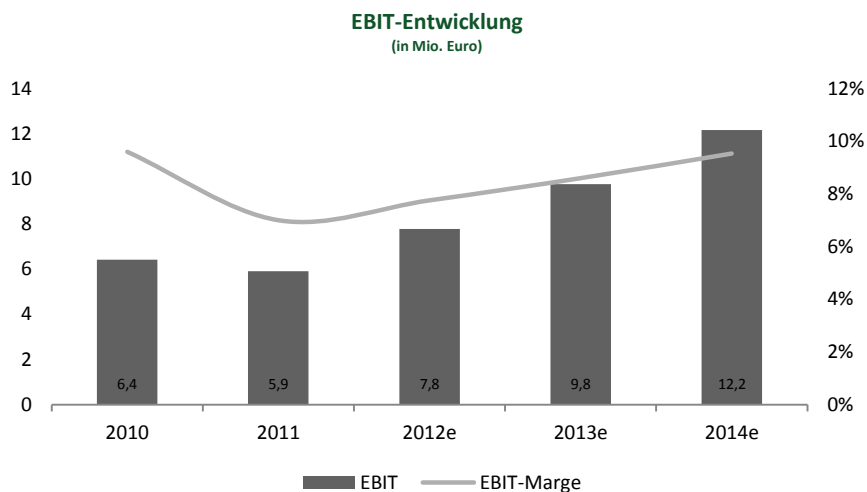
Im abgelaufenen Geschäftsjahr ging das EBIT von 6,4 Mio. Euro auf 5,9 Mio. Euro zurück, die EBIT-Marge reduzierte sich entsprechend von 9,6% auf 7,0%. Dies ist insbesondere auf folgende Entwicklungen in den einzelnen Segmenten zurückzuführen:

- **Privatkunden:** Der massive Anstieg des Transaktionsvolumens im margenschwächeren Versicherungsgeschäfts (+87,8%) hatte einen veränderten Produktmix zur Folge. Die Rohertragsmarge fiel entsprechend von 42,6% auf 35,3%.
- **FDL:** Die Ausweitung des margenschwachen Packagergeschäfts (Datensatzaufbereitung des Kreditgeschäfts für Vertriebe) führte zu einem überproportionalen Vertriebskostenanstieg, weshalb die Rohertragsmarge von 76% auf 67,8% zurückging. Zudem belasteten weiterhin die Kosten für den Anschluss neuer Produkt- und Vertriebspartner das Ergebnis.

Trotz leicht rückläufiger Rohertragsmargen innerhalb der Konzernsegmente Privatkunden und FDL gehen wir auf Konzernebene von einer stabilen Rohertragsmarge sowie einer deutlichen Ergebnisverbesserung aus. Diese wird u.E. durch folgende Punkte getragen:

- **Steigender Umsatzanteil des margenstarken FDL Bereichs:** Das starke Wachstum im margenstarken FDL Bereich dürfte aufgrund des höheren Umsatzanteils zu einer insgesamt stabilen Konzern-Rohertragsmarge führen.
- **Kostendegression:** Die Personalkosten-Quote dürfte weiter sinken (mittelfristige Reduktion von 31,7% auf 27,0%). Im Segment FDL ist in den nächsten Jahren keine weitere Aufstockung des Personalstamms vorgesehen. Dies sollte gleichzeitig zu unterproportional steigenden sonstigen betrieblichen Aufwendungen führen, die überwiegend aus Mieten und Fahrzeugkosten (3,1 Mio. Euro in 2011) bestehen.
- **Einbindung des Versicherungsgeschäfts in EUROPACE:** Aktuell werden Personenversicherungen nicht über EUROPACE abgewickelt. Stattdessen müssen diese aufwendig von den Mitarbeitern „händisch“ bearbeitet werden, was die Margen gering hält. Mit der mittelfristig geplanten Einbindung der Personenversicherungen auf EUROPACE dürfte der administrative Aufwand deutlich zurückgehen.

Diese Effekte sollten es Hypoport ermöglichen, die EBIT-Marge bis 2014e auf 9,5% zu steigern. Für das laufende Jahr erwarten wir ein EBIT von 7,8 Mio. Euro (Marge 7,8%). Die erwartete Entwicklung ist in der folgenden Abbildung dargestellt:



Quellen: Unternehmen, Montega (Prognose)

Umstellung auf Unisextarife dürfte für positiven Newsflow sorgen

Das Versicherungsgeschäft von Hypoport wurde im ersten Halbjahr durch externe Einflussfaktoren belastet (Absenkung der Garantieverzinsung bei Lebensversicherungen, Deckelung der Vertriebsprovisionen bei Krankenversicherungen, Verlängerung der Stornohaftungszeit), was die Umsatzentwicklung von Hypoport negativ beeinflusst hat. Im zweiten Halbjahr dürfte die ab dem 21. Dezember verpflichtende Umstellung auf Unisex-Tarife zu einer deutlichen Belebung der Nachfrage führen. Den Versicherungen ist es ab diesem Zeitpunkt verboten, geschlechtsspezifische Tarife anzubieten, wodurch (je nach Geschlecht und Versicherungsart) Versicherungen teurer bzw. günstiger werden. Laut einer aktuellen Untersuchung von „Finanztest“ werden diese jedoch in der Summe teurer, so dass für viele ein Versicherungsabschluss nach den alten Tarifen günstiger ist. Dies dürfte die Nachfrage treiben und somit für positiven Newsflow sorgen.

DCF und Peergroup-Analyse signalisieren deutliche Unterbewertung

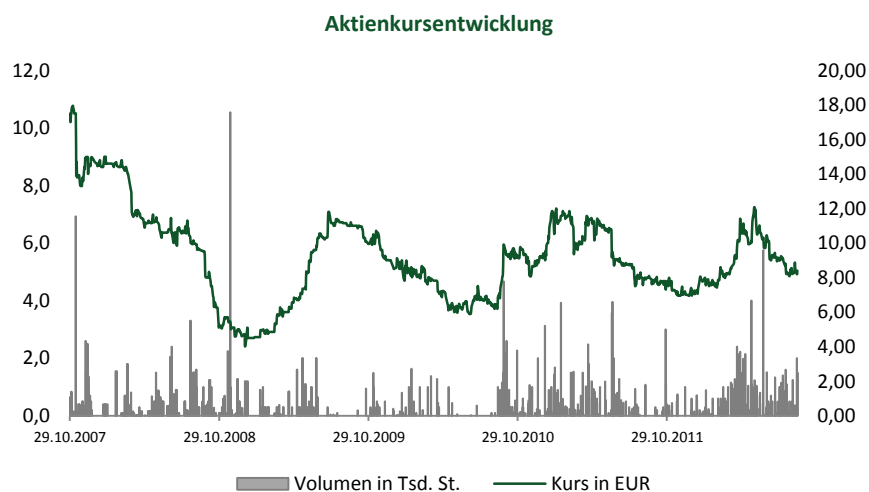
Die Aktie notiert aktuell auf einem EV/EBIT 2012e von 8,0x und KGV 2012e von 11,4x, was angesichts der seit Jahren zweistelligen Wachstumsraten den fairen Wert der Aktie u.E. nicht widerspiegelt. Auf Basis eines DCF-Modells beträgt der Fair Value 16,00 Euro. Dieses Ergebnis wird auch durch die Peergroup Analyse gestützt (Bewertungs-Ränge Peergroup: 8 Euro und 22 Euro). Zum Vergleich, die Übernahme der Interhyp durch ING in 2008 wurde aufgrund der hohen strategischen Bedeutung für ING zu einem EV/Umsatz von 4,3x bzw. EV/EBIT 30x vollzogen (entspricht bei Hypoport einem Kurs von 57 bzw. 27 Euro je Aktie auf Basis der Zahlen für 2011). Der Einstieg der Postbank bei Hypoport in 2007 erfolgte zu einem Kaufpreis von 15,15 Euro je Aktie.

Fazit: Profitables Wachstum sollte sich fortsetzen

Aufbauend auf der hervorragenden Marktstellung der EUROPACE Plattform und einem wachsenden Trend hin zum internetbasierten Vertrieb von Finanzprodukten dürfte Hypoport auch in den nächsten Jahren das rapide Wachstumstempo fortsetzen und weitere Marktanteile hinzugewinnen. Gleichzeitig sollte die hohe Skalierbarkeit der Umsätze in den kommenden Jahren eine deutliche Margenverbesserung zur Folge haben. Dieser Umstand wird jedoch u.E. noch nicht ausreichend vom Kurs der Hypoport Aktie reflektiert. Der deutliche Abschlag zur Peer (46% auf Basis EV/EBIT 2012e) ist nicht gerechtfertigt, da das Unternehmen über eine wahrnehmbar höhere Wettbewerbsqualität und folglich höhere Visibilität bezogen auf das künftige Wachstum verfügt. Zudem unterschätzt der Markt die Ertragsstärke des Geschäftsmodells, die sich aus einer Kostendegression und dem Wachstum der margenstarken FDL-Umsätze ergibt. Wir stufen die Hypoport Aktie daher in unserer Ersteinschätzung mit dem Votum Kaufen ein. Das DCF-basierte Kursziel beträgt 16,00 Euro.

TIMING UND SENTIMENT

Das Listing der Hypoport Aktie erfolgte im Oktober 2007. Der Eröffnungskurs lag bei 15,25 Euro. Im Zuge der Finanzkrise fiel die Aktie auf ein Allzeittief von 4,33 Euro im Frühjahr 2009. Seitdem hat die Aktie drei Mal die Marke von 12,00 Euro angetestet und anschließend deutlich nachgegeben. In diesem Jahr wurde der Höchstkurs von 12,14 Euro Ende Mai erreicht.



Quelle: CapitalIQ

Gutes zweites Halbjahr erwartet

Seit dem Jahreshöchststand im Mai hat die Hypoport Aktie deutlich an Wert verloren und notiert aktuell bei 8,25 Euro. Ursächlich für den Kursverfall der letzten Monate sind u.E. die folgenden drei Punkte:

- **Hohe Markterwartungen:** Der Markt ging von einer schnelleren Ergebnisverbesserung aus, die aufgrund der anhaltenden Expansion nicht erzielt werden konnte. Die Analysten haben in der Folge ihre Schätzungen reduziert.
- **Verkauf eines Großaktionärs über die Börse:** Der ehemalige Vorstandsvorsitzende und aktuelles Aufsichtsratsmitglied Prof. Dr. Thomas Kretschmar hatte im Juni mitgeteilt, ein größeres Aktienpaket über die Börse verkauft zu haben. In Verbindung mit geringen Handelsumsätzen dürfte es hier zu einem Angebotsüberhang gekommen sein.
- **Geringer Bekanntheitsgrad:** Die Hypoport AG ist aufgrund der MarketCap von lediglich rund 50 Mio. Euro und der geringen Research Abdeckung noch immer weitgehend unbekannt am Kapitalmarkt.

U.E. ist der jüngste Kursrücksetzer unbegründet, da Hypoport stabile Märkte adressiert und von dem langfristigen Trend hin zu internetbasierter und unabhängiger Finanzdienstleistung profitiert. Für die kommenden Monate erwarten wir u.a. folgenden positiven Newsflow, der die Aktie stützen sollte:

- **Weiterhin positive Entwicklung auf dem deutschen Immobilienmarkt:** Aufgrund des weiterhin niedrigen Zinsumfeldes sowie eines Mangels an Anlagen mit einem attraktiven Rendite/Risiko Profil, dürfte der private Immobilienmarkt weiterhin ein gesundes Niveau verzeichnen. Die Nachfrage nach Immobilienfinanzierung sollte daher weiterhin stabil bleiben. Dies bildet die Grundlage für ein Anwachsen des Transaktionsvolumens im Privatkundengeschäft sowie bei EUROPACE. Bereits zum ersten Halbjahr verzeichnete die Plattform einen Anstieg des Transaktionsvolumens um 66% auf ca. 15 Mrd. Euro, wodurch der Marktanteil auf über 9% ausgebaut wurde. Wir gehen davon aus, dass das Volumen weiter steigen wird. Vorteilhaft in diesem Zusammenhang ist die

zunehmende Verbreitung von GENOPACE und FINMAS. Zu Beginn der Finanzkrise 2009 war das Transaktionsvolumen von EUROPACE rückläufig, da Privatbanken keine günstigen Kreditkonditionen bereitstellen konnten, so dass die Sparkassen und genossenschaftlichen Banken Marktanteile hinzugewannen.

- **Jahresendrally bei Kranken- und Lebensversicherungen erwartet:** Im Privatkundengeschäft entwickelte sich der Absatz von Lebens- und Krankenversicherungen im ersten Halbjahr aufgrund von regulatorischen Änderungen deutlich schwächer als im Vorjahr. Zum Ende des Jahres erwarten wir jedoch einen Anstieg des Transaktionsvolumens, da die Versicherer ab dem 21. Dezember 2012 verpflichtet sind, Unisex Tarife anzubieten. Während Frauen z.B. bei Lebensversicherungen und Männer bei Krankenversicherungen bisher günstigere Tarife erhielten, wird diese Ungleichbehandlung zukünftig aufgehoben und die Tarife angeglichen. So ist es z.B. für Männer günstiger, vor der Einführung von Unisex Tarifen eine private Krankenversicherung abzuschließen.
- **Absenkung Garantieverzinsung:** Aufgrund des niedrigen Zinsniveaus ist eine weitere Absenkung der Garantieverzinsung bei Lebensversicherungen ab 2013 wahrscheinlich. Folglich dürfte dies einen zusätzlichen Nachfrageschub bei Lebensversicherungen am Ende des Jahres verursachen.

Attraktiver Einstiegszeitpunkt

Angesichts der hervorragenden Wachstumsperspektiven, die von der starken Marktstellung flankiert werden, spiegelt das aktuelle Kursniveau den fairen Unternehmenswert u.E. nicht wider. Die Aktie notiert aktuell bei 8,00x EV/EBIT 2012e (46% unter Peergroup). Wir empfehlen daher auf dem aktuellen Kursniveau Positionen in der Hypoport Aktie aufzubauen, insbesondere vor dem Hintergrund des erwarteten, positiven Newsflows der kommenden Monate. Das DCF-basierte Kursziel beträgt 16,00 Euro.

SWOT

Hypoport hat ein sehr geschlossenes Geschäftsmodell, was eine der wesentlichen Stärken des Unternehmens und ein klares Differenzierungsmerkmal bezogen auf die meisten Konkurrenten darstellt. Die Stärken im Einzelnen sind:

Stärken

- Mit EUROPACE verfügt das Unternehmen über den führenden Marktplatz für Immobilienfinanzierung.
- Nach der Einbindung von EUROPACE in den kompletten Geschäftsprozess ist es für die Nutzer kostspielig und aufwendig den Anbieter zu wechseln.
- Über 10.000 Finanzberater sind an die Plattform angeschlossen (wichtig für die Attraktivität des Marktplatzes).
- Hypoport bietet ein White-Label-Konzept, was von hoher Relevanz für zahlreiche Nutzer ist (AWD nutzt z.B. die Hypoport-Plattform unter eigenem Namen).
- Flexible Plattform: Die B2B-Plattform wird von den verschiedensten Produkt- und Vertriebspartnern genutzt; zudem ist die Einbindung weiterer Produktgruppen ohne allzu großen Aufwand möglich (z.B. geplant: Personenversicherungen).
- Durch die Erweiterung des Produktangebots hat Hypoport die Abhängigkeit vom Immobilienmarkt reduziert. Schwächen in einzelnen Bereichen/Produktgruppen können so abgefedert werden.
- Dr. Klein zeichnet sich durch eine effiziente Leadgenerierung über das Internet aus.
- Mehr als 700 Berater an über 200 Standorten gewährleisten eine deutschlandweite Vertriebsabdeckung im Privatkundengeschäft.
- Konzernunabhängige Anbieter wie Dr. Klein gewinnen bei der Vermittlung von Finanzdienstleistungen an Bedeutung.

Schwächen

Allerdings hat das Unternehmen auch Schwächen, die vor allem aus der strategischen Ausrichtung resultieren und die in der Zukunft abgebaut werden sollten:

- Abhängigkeit von der Immobilienwirtschaft (noch immer werden rund $\frac{2}{3}$ der Umsätze im Bereich der Immobilienwirtschaft erzielt).
- Relevanz von Produkten und die Vergütung waren in den letzten Jahren sehr volatil.
- Die Zinsstrukturkurve hat eine spürbare Auswirkung auf die Entwicklung im Bereich der Immobilienfinanzierung (ein steiler Verlauf der Zinsstrukturkurve treibt die Kunden in kurzfristige Zinsbindungen, was sich negativ auf die Transaktionserlöse von Hypoport auswirkt).
- Abhängigkeit vom deutschen Markt: Trotz des erfolgten Einstiegs in den niederländischen Markt ist die Abhängigkeit vom deutschen Markt weiterhin sehr groß.
- Working Capital intensives Geschäftsmodell: Zwischen Vermittlung und Eingang der Provision liegen oft mehrere Wochen, oftmals zahlt Hypoport die externen Vertriebspartner aber schon vorher.

Chancen

Hypoport konnten in den letzten Jahren den Umsatz deutlich steigern und profitierte dabei von einem sehr guten Marktumfeld im Bereich der Immobilienwirtschaft. Aus der strategischen Positionierung als Softwareanbieter mit einem eigenen Vertrieb resultiert eine Vielzahl von Chancen:

- Die Attraktivität der Plattform steigt mit jedem neuen Nutzer, so dass sich ab einer bestimmten Größe eine dominierende Marktstellung ergeben könnte (Netzwerkeffekt).
- Steigende Internetaffinität der Bevölkerung begünstigt den Vertrieb von Finanzprodukten über das Internet.
- Eine im Vergleich mit anderen Industrienationen niedrige Ausgabenquote für Lebensversicherungen könnte aufgrund fallender Real-Renten zu einem Nachholeffekt führen.
- Expansion im Ausland (der Markteintritt in den Niederlanden ist bereits vollzogen worden) würde zusätzliches Wachstumspotenzial bieten.
- Erweiterung der Plattform um neue Produkte, was in den nächsten Jahren einen zusätzlichen Umsatzschub geben könnte und auch positive Auswirkungen auf das Ergebnis hätte (weil die Plattformumsätze generell höhere Margen aufweisen).

Risiken

Trotz der Synergien zwischen den einzelnen Segmenten und der Ausrichtung auf den robusten deutschen Immobilienmarkt weist das Geschäftsmodell von Hypoport auch Risiken auf:

- Strategieänderungen bei einem der großen Strukturvertriebe in Form einer Ausrichtung auf Leadgenerierung und einer höheren Gewichtung des internetbasierten Vertriebs, wodurch ein erstzunehmender Wettbewerber entstehen könnte.
- Markteintritt eines größeren Softwareanbieters in den Nischenmarkt der Abwicklung von Immobilienfinanzierungen, was auch zu einer Zunahme der Wettbewerbsintensität führen könnte.
- Negative Auswirkung durch Gesetzesänderungen und Regulierungen auf den Bedarf an Lebens- und Krankenversicherungen.
- Verschlechterung der Marktbedingungen, insbesondere auf dem deutschen Immobilienmarkt, der sich trotz Finanzkrise bisher als sehr robust gezeigt hat
- Verschlechterung der Zinsstruktur – insbesondere den Unterschied zwischen kurz- und langfristigem Zinsniveau betreffend. Die Kunden würden hierdurch in kurze Laufzeiten gedrängt, die für Hypoport unvorteilhaft sind.

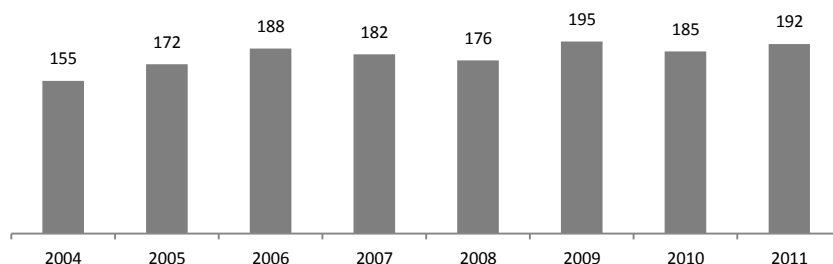
MARKT UND WETTBEWERB

Die Hypoport AG ist als Finanzdienstleister sowohl im Privatkunden- als auch im B2B Geschäft tätig. Zu den wichtigsten Produkten zählen Baufinanzierungen, Versicherungen sowie weitere Finanzprodukte (Tagesgeld, Festgeld, etc.). Der geographische Fokus liegt auf Deutschland, dem größten europäischen Markt für Finanzdienstleistungen.

Stabiler Markt für Immobilienfinanzierungen

Das Gesamtvolumen für private Immobilienfinanzierung ist im letzten Jahr um 5,2% auf 192,4 Mrd. Euro angestiegen. Begünstigt wurde dieser Trend durch die fallenden Zinsen und einen Mangel an sicheren Alternativenanlagen. Seit 2006 bewegt sich das Immobilienfinanzierungsvolumen jedoch auf einem vergleichsweise stabilen Niveau, wie die nachfolgende Grafik zeigt.

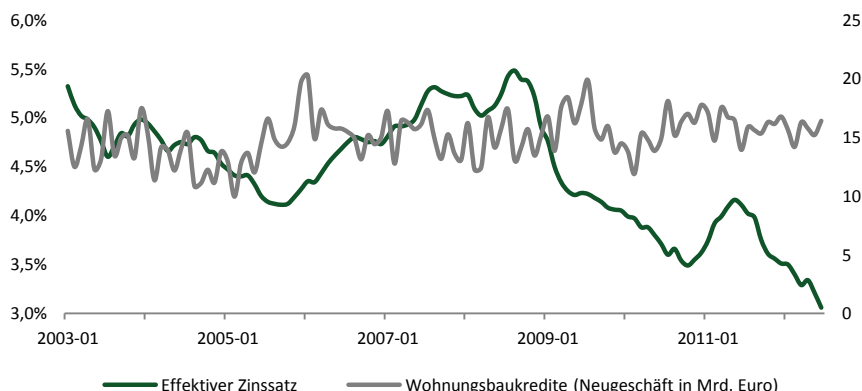
Gesamtmarktvolumen für private Immobilienfinanzierung in Deutschland
(in Mrd. Euro)



Quelle: Deutsche Bundesbank

Trotz der zuletzt deutlich gefallen Zinsen ist das Neugeschäftsvolumen in diesem Jahr bisher rückläufig. Bis Mai lag das Gesamtmarktvolumen 6,6% unter dem Vorjahr. Hypoport geht jedoch davon aus, dass bis zum Jahresende ungefähr das Vorjahresniveau erreicht werden dürfte. Langfristig scheint der Zinssatz keine Auswirkungen auf den Abschluss von Wohnungsbaukrediten zu haben, wie die nachfolgende Grafik zeigt.

Entwicklung Zinssätze und Geschäftsvolumen für Wohnungsbaukredite
(monatlich Daten)



Quelle: Deutsche Bundesbank

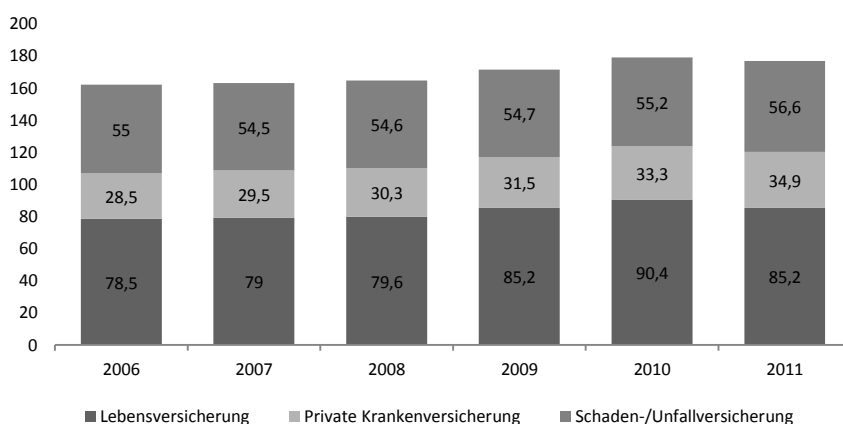
Auch nach den massiven Zinssenkungen seit dem Ausbruch der Finanzkrise Ende 2008, ist kein eindeutiger Trend zu erkennen. Der Umsatzzuwachs von Hypoport im Bereich Immobilienfinanzierungen (Privatkundengeschäft und B2B Plattform) ist daher nicht auf das Marktwachstum sondern vor allem auf Marktanteilsgewinne zurückzuführen. Im Zuge

der Implementierung der EUROPACE Plattform bei den Sparkassen (FINMAS) und Genossenschaftsbanken (GENOPACE) ist der Marktanteil der Plattform in den letzten Jahren von unter 2% auf über 9% gestiegen (Transaktionsvolumen Immobilienfinanzierung über EUROPACE / Marktvolumen private Immobilienfinanzierung).

Lebensversicherungen ist die wichtigste Versicherungsart

Die Lebensversicherung ist mit einem Anteil von ca. 50% an den Versicherungsbeiträgen die wichtigste Versicherungsart in Deutschland. Im letzten Jahr beliefen sich die Beiträge auf 85,2 Mrd. Euro. Die nachfolgende Grafik gibt einen Überblick über die Entwicklung der Beitragseinnahmen der Versicherer.

Beitragseinnahmen der deutschen Erstversicherer
(in Mrd. Euro)

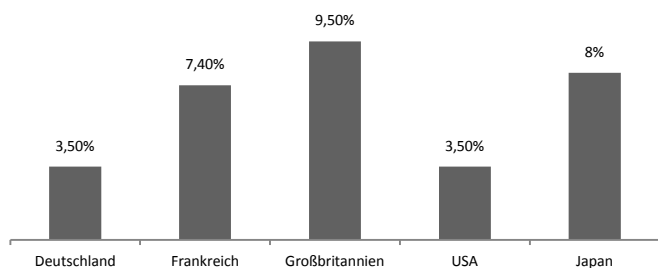


Quelle: GDV

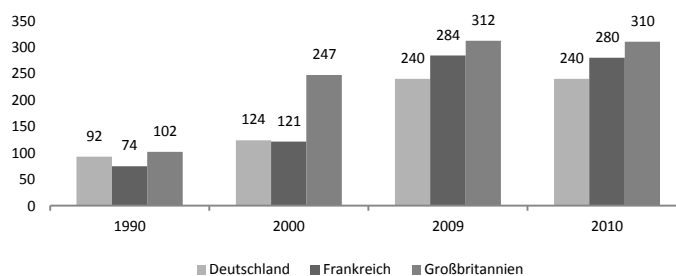
Deutscher Versicherungsmarkt unter dem Niveau anderer Industrienationen

Der deutsche Versicherungsmarkt ist trotz der hohen wirtschaftlichen Stärke sowie der größten Einwohnerzahl nur der drittgrößte Europas, nach Großbritannien und Frankreich (gemessen an Beitragseinnahmen der Erstversicherer). Dieser Umstand ist insbesondere auf die vergleichsweise geringe Anzahl an Lebensversicherungen zurückzuführen. Während in Frankreich ca. 7,4% und in Großbritannien 9,5% des BIP für Lebensversicherungs-Prämien aufgewendet werden, sind es in Deutschland nur 3,5%. Aufgrund des demographischen Wandels ist mit einem weiteren Absinken der Real-Renten in Deutschland zu rechnen. Ein angemessener Lebensstandard wird dann nur durch zusätzliche Renten-/Lebensversicherungen aufrechtzuerhalten sein. Die Anzahl der Lebensversicherungen dürfte somit weiter ansteigen.

Prämien in Prozent des BIP für Lebensversicherungen 2010



Beitragseinnahmen der Erstversicherer
(in Mrd. USD)

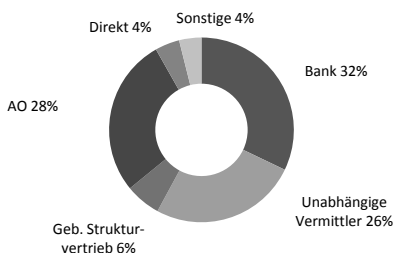


Quelle: GDV

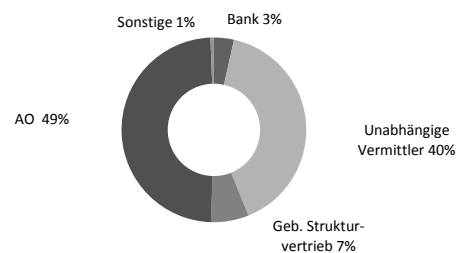
Vertriebswege bei Versicherungen - Banken und unabhängige Vermittler führend

Beim Vertrieb von Lebensversicherungen sind Banken mit einem Marktanteil von 32% in 2010 der wichtigste Vertriebskanal. Die unabhängigen Vermittler haben einen Marktanteil von 26%. Bei den Krankenvollversicherungen dominiert hingegen die Ausschließlichkeitsorganisationen (AO, an eine einzige Gesellschaft gebundener Vertrieb). Die unabhängigen Vermittler haben einen Marktanteil von 40%.

Vertriebswegeanteil Lebensversicherungen 2010



Vertriebswegeanteil Krankenvollversicherung 2010



Quelle: Towers Watson - Vertriebswege-Survey zur Lebensversicherung

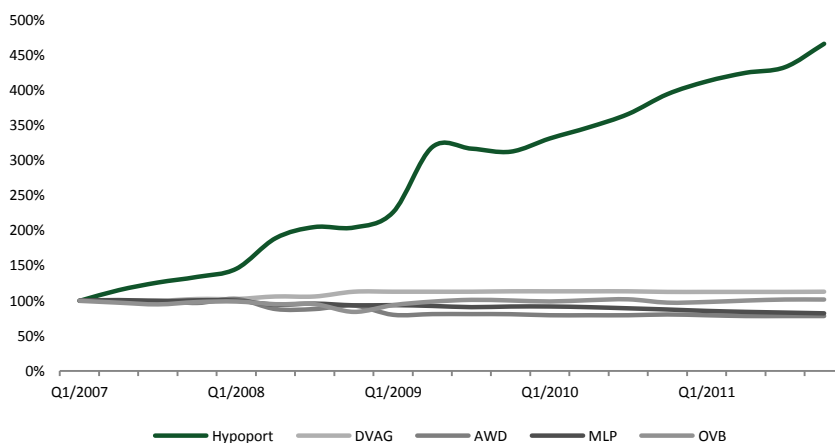
Internet mittlerweile bedeutendster Informationskanal

Für den Vertrieb von Finanzprodukten wie z.B. Kranken-, Lebens- oder Sachversicherungen sowie Immobilienfinanzierungen hat sich das Internet mittlerweile als wichtigster Informationskanal etabliert. Der Kunde kann direkt und transparent verschiedene Anbieter und Tarife vergleichen, so dass die Informationsasymmetrien zwischen Berater und Kunden reduziert werden. Mittlerweile wird ein großer Teil der Interessenten über das Internet gewonnen, wodurch die klassischen Vertriebsstrukturen an Bedeutung verloren haben.

Anzahl der direkten Wettbewerber gering

Im Bereich des Finanzvertriebs konkurriert Hypoport z.T. direkt mit den Produktanbietern (Versicherungen, Banken, etc.) sowie mit deren Vertriebsstrukturen, diese sind jedoch gleichzeitig auch Partner von Hypoport. Wichtige Wettbewerber sind daher vor allem unabhängige Finanzdienstleister wie AWD, Creditweb und OVB (nutzen alle die Softwarelösung von Hypoport) sowie MLP (nutzt die Softwarelösung von Interhyp) oder DVAG. In den letzten Jahren konnte die Tochter Dr. Klein die Wettbewerber deutlich outperformen. Die Beraterzahl von Hypoport stieg von 138 Anfang 2007, auf über 700 an.

Entwicklung Beraterzahl Dr. Klein vs. Wettbewerber



Quelle: Unternehmen

Beim internetbasierten Plattformgeschäft hat Hypoport mit Interhyp und PlanetHome jedoch nur zwei wesentliche Wettbewerber.

Interhyp AG

Über die Marke Interhyp werden mittels eines Multichannel-Ansatzes (Internet, Telefon, Filiale) Immobilienfinanzierungen von über 300 Bankpartnern vertrieben. Prohyp richtet sich hingegen an unabhängige Finanzberater, die ebenfalls über einen Zugriff auf die eHyp-Plattform verfügen. Zudem nutzt u.a. auch der Finanzdienstleister MLP die Produkt- und Systemplattform für Baufinanzierungen. Im Gegensatz zur EUROPACE Plattform werden hier die Anfragen gepoolt und von Interhyp an die Produkthanbieter weitergeleitet. Folglich findet kein direkter Kontakt zwischen Produkthanbieter und Vermittler statt.

Zum Halbjahr 2011 hatte der Konzern einen Umsatz im Privatkundengeschäft von 27,0 Mio. Euro sowie 24,8 Mio. Euro im Vermittlungsgeschäft. Interhyp ist eine Tochter der niederländischen Bank ING (seit Mai 2008) und damit nicht bankunabhängig.

PlanetHome

PlanetHome ist spezialisiert auf die Immobilienvermittlung (Makler) sowie die Immobilienfinanzierung. Kunden können online das Produktangebot von über 70 Bankpartnern abfragen. In 2011 wurden mehr als 20.000 Finanzierungen über PlanetHome vermittelt. Das Unternehmen gehört zur UniCredit-Bankengruppe und ist damit ebenfalls nicht bankenunabhängig.

WETTBEWERBSQUALITÄT

Das Geschäftsmodell von Hypoport basiert auf den drei Geschäftssäulen Institutionelle Kunden, Privatkunden und Finanzdienstleistungen. In allen drei Bereichen verfügt das Unternehmen über eine ausgezeichnete Marktstellung sowie eine hervorragende Wettbewerbsqualität, die auf der jahrzehntelangen Erfahrung im Finanzvertrieb beruht.

Die Tochter Dr. Klein ist bereits seit 1954 in der Vermittlung von Krediten für Wohnungsbauunternehmen tätig (erste Säule). Sie verfügt über einen breiten Kundenstamm und ist Marktführer in diesem Segment. Seit 1999 ist sie auch im Privatkundengeschäft für Immobilienfinanzierung tätig (zweite Säule). Über Internetauftritte von Dr. Klein oder Vergleich.de kann der Kunde sich über Immobilienfinanzierungen, Ratenkredite oder Versicherungen informieren und diese online bzw. bei Beratungsbedarf telefonisch oder vor Ort abschließen. Die dritte Säule des operativen Geschäfts bildet der Finanzmarktplatz EUROPACE, der sich an B2B-Customer richtet. Das geschlossene Geschäftsmodell führt zu erheblichen Synergien zwischen den einzelnen Bereichen.

Geschäftsmodell Hypoport



Quelle: Unternehmen

EUROPACE - Größte Transaktionsplattform für Immobilienfinanzierungen

Zentraler Bestandteil des Hypoport Geschäftsmodells ist die in dieser Form einzigartige EUROPACE Plattform. Diese ist der größte europäische bankenunabhängige Finanzmarktplatz, auf dem Banken und Versicherungen ihre Produkte Finanzberatern oder anderen Banken anbieten. Seit 1999 wird die Plattform durch ein großes Softwareentwickler-Team (aktuell ca. 100 Mitarbeiter) kontinuierlich weiterentwickelt. Die Software ist fest in der IT-Infrastruktur der Kunden integriert. Aus diesem Grund ist die Akquise neuer Geschäftspartner tendenziell schwieriger, nach der erfolgten Implementierung und Schulung der Mitarbeiter ist die Wahrscheinlichkeit für den Wechsel eines Kunden jedoch sehr gering.

Die Plattform von positiven Rückkopplungseffekten geprägt, da mit jedem neuen Teilnehmer der Nutzen des Netzwerkes steigt (Netzwerkeffekt). Durch neue Vertriebspartner vergrößert sich die Reichweite und die neuen Produktanbieter optimieren das Produktportfolio. Mittlerweile sind 282 Vertragspartner an das Netzwerk angeschlossen. Das Transaktionsvolumen im ersten Halbjahr lag bei rund 15 Mrd. Euro.

Die Vorteile von EUROPACE sind nachfolgend dargestellt:

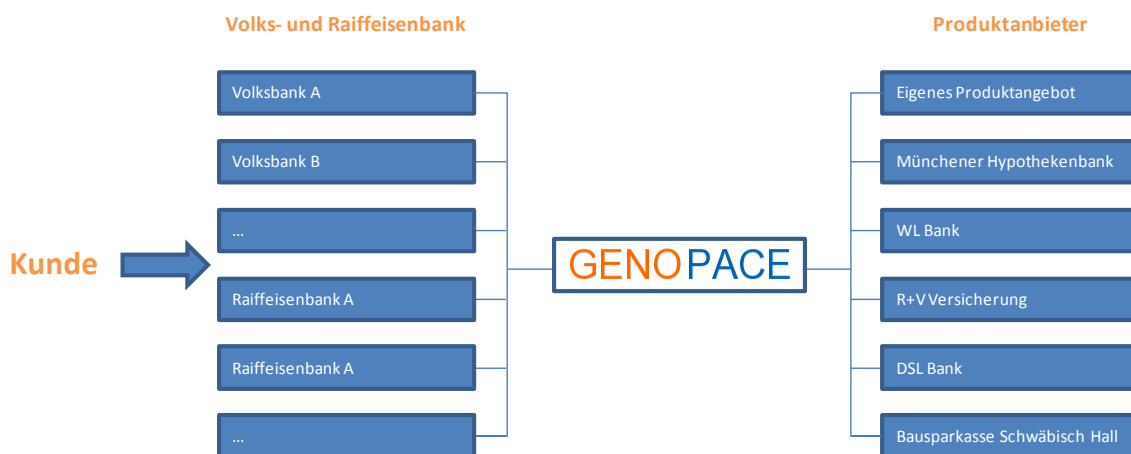
- **Für Produkthanbieter:** Einfacher und günstiger Marktzugang zu einem flächendeckenden Vertriebsnetzwerk.
- **Für Finanzvertriebe:** Breites Produktportfolio mit den besten Konditionen.
- **Für Banken ohne eine kritische Masse:** Zusätzliche Ertragspotenziale aus der Vermittlung von Fremdprodukten (Bank erhält Vermittlungsprovision).
- **Für den Kunden:** Transparente und unabhängige Produktberatung.

Einfacher und günstiger Marktzugang zu einem flächendeckenden Vertriebsnetzwerk

Für Produkthanbieter von Immobilienfinanzierungen (Schwäbisch Hall, BHW, etc.) und Versicherungen (Allianz, R+V Versicherungen, etc.) bietet die EUROPACE Plattform eine kostengünstige Möglichkeit, auf ein flächendeckendes Vertriebsnetzwerk zugreifen zu können. Nach Anbindung des Produkthanbieters können diese auf ein deutschlandweites Vertriebsnetz zurückgreifen. Zu den Vertriebspartnern gehören namenhafte Finanzberater wie AWD und OVB sowie zahlreiche Banken und Versicherer. Zudem verfügt Hypoport im Privatkundengeschäft mit den Töchtern Dr. Klein und Vergleich.de über eigene Absatzkanäle, die ebenfalls auf die volle Produktpalette der EUROPACE zugreifen. Damit ist es eines der größten Vertriebsnetzwerke in Deutschland.

Der Aufbau eines eigenen, vergleichbaren Vertriebsnetzwerkes sowie die Entwicklung einer geeigneten Software, die neben der reinen Vermarktungsfunktionen auch die rechtlichen und administrativen Anforderungen erfüllt, ist aus Kostengesichtspunkten für den Großteil der Produkthanbieter wirtschaftlich nicht darstellbar. EUROPACE ist nicht nur ein reines Vertriebsstool, sondern auch eine vollständige Plattform für die Bearbeitung und Abwicklung von Krediten und Bausparverträgen. Hierdurch lassen sich die Arbeitsabläufe auch im Back-Office deutlich effizienter gestaltet.

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. So können z.B. Volks- und Raiffeisenbanken attraktivere Immobilienfinanzierungen anbieten und so die langjährige Hausbankbeziehung aufrechterhalten. Die Funktionsweise dieser Plattform ist nachfolgend dargestellt.



Quelle: Unternehmen

Kunden, die bei einer Volks- oder Raiffeisenbank einen Bausparvertrag abschließen möchten, erhalten von ihrem Berater über die GENOPACE Datenbank ein umfangreiches Produktangebot (Verbund sowie die eigenen Konditionen). Der Berater hat die Möglichkeit, die Konditionen zu vergleichen und dem Kunden so das attraktivste Angebot zu unterbreiten. Während EUROPACE alle Vertragsparteien verbindet, ist GENOPACE z.B. nur auf Verbundpartner beschränkt.

Breites Produktportfolio mit den besten Konditionen für den Kunden

Unabhängige Finanzberater aber auch Banken oder Sparkassen, die z.B. nicht in der Lage sind attraktive Baufinanzierungen oder Versicherungen anzubieten, können auf ein riesiges Produktspektrum zurückgreifen und somit als Vermittler auftreten. Zu den Produkthanbietern gehören u.a.:



Dieses breite Angebot verschafft den Finanzberatern aber auch den Banken einen deutlichen Wettbewerbsvorteil gegenüber Vertrieben, die nur die eigenen Produkte anbieten. Der Kunde profitiert wiederum von einer transparenten und unabhängigen Beratung.

Zusätzliche Ertragspotenziale für Banken

Insbesondere für (kleinere) Banken ergeben sich hier zusätzliche Ertragspotenziale. Im Zuge der strenger werdenden Eigenkapitalunterlegungsvorschriften (Stichwort BASEL III) kann es für diese attraktiver sein, gegen Provision nur als Vermittler aufzutreten, den Kredit jedoch nicht selber zu stellen. Hierdurch kann die Hausbankbeziehung aufrechterhalten werden, da der Kunde nicht die Bank wechseln muss, um ein attraktives Finanzierungsangebot zu erhalten.

Des Weiteren können Banken durch den Vertrieb von Fremdprodukten ihr bestehendes Filialnetz besser auslasten, wodurch eine bessere Fixkostenabdeckung erreicht wird.

Service für den Vertrieb - Qualitätssicherung durch Packaging

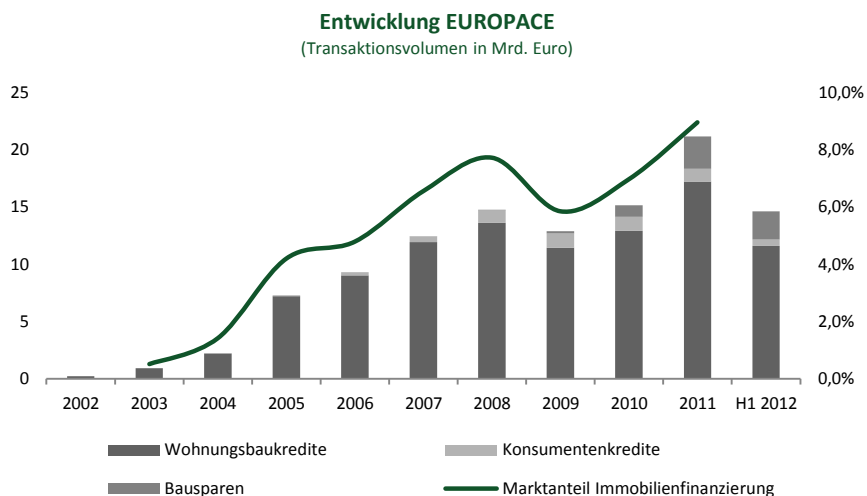
Um nachhaltig beste Einkaufsbedingungen und Bonifikationen von den Produkthanbietern zu erhalten, müssen die vom Vertrieb überstellten Datensätze den Qualitätsansprüchen der Produkthanbieter genügen. Wenn Vertriebsparteien die Qualitätssicherung nicht bewerkstelligen können oder wollen, übernimmt Hypoport die Datensatzaufbereitung. Beim sogenannten Packaging sichern qualifizierte Baufinanzierungsexperten die Qualität der vom Vertrieb übermittelten Finanzierungsanträge nach bankspezifischen, dokumentierten Prozessen. Zudem erhalten die Vertriebspartner Unterstützung bei auftretenden Fragen rund um die Machbarkeit der Finanzierungsaufträge sowie weitere Serviceleistungen. Der Vertrieb kann hierdurch sein gesamtes Backoffice auf Hypoport auslagern und seine Ressourcen im Vertriebsbereich bündeln.

Unabhängiger Dienstleister

Nach der Übernahme von Interhyp im Jahr 2008 ist Hypoport der einzige konzernunabhängige Anbieter. Im fragmentierten und wettbewerbsintensiven Marktumfeld für Finanzdienstleistungen ist diese Tatsache ein entscheidender Vorteil bei der Akquise neuer Produkthanbieter und Vermittler, da mit der Entscheidung für die EUROPACE Plattform kein direkter Konkurrent gestärkt wird.

Führende Marktstellung in Deutschland

Die EUROPACE Plattform ist mit einem Transaktionsvolumen von ca. 15 Mrd. Euro im ersten Halbjahr 2012 die mit Abstand führende Transaktionsplattform für Baufinanzierungen. Die Konkurrenzplattform eHyp von Interhyp (Teil der ING Gruppe) weist ein jährliches Volumen von über 3 Mrd. Euro auf. Nachfolgend ist die Entwicklung des Transaktionsvolumens dargestellt.



Quellen: Unternehmen, Deutsche Bundesbank

Gemessen am Gesamtmarktvolumen für private Immobilienfinanzierungen beträgt der Marktanteil mittlerweile mehr als 9%. Ziel des Unternehmens ist es, mittelfristig eine dominierende Marktstellung zu erreichen.

Fazit: Geschäftsmodell im Bereich FDL kaum replizierbar

Aufgrund der festen Implementierung der EUROPACE Software in die IT- und Vertriebs-Infrastruktur der Unternehmen sowie dem oben erwähnten Netzwerkeffekte, ist das hoch skalierbare Geschäftsmodell von Hypoport im Gegensatz zu vielen Internetdienstleistungen nur sehr schwer replizierbar. Zum einen dürfte die Wechselbereitschaft aufgrund der hohen Umstellungskosten gering sein, zum anderen würde ein neues Netzwerk zunächst deutlich weniger attraktiv sein, da die Anzahl der Teilnehmer gering ist. Hypoport entwickelt das EUROPACE Netzwerk bereits seit über 10 Jahren und befindet sich immer noch in der Wachstumsphase. Das Erreichen einer kritischen Größe ist wegen des fragmentierten Marktumfeldes vergleichsweise schwierig und für neue Marktteilnehmer (insbesondere bankenunabhängige) kaum möglich.

Zentrale Leadgenerierung als wesentlicher Wettbewerbsvorteil

Durch die Fusion von Hypoport mit Dr. Klein im Jahre 2001 konnte die EUROPACE Plattform durch einen erfahrenen Vertriebspartner komplementiert werden. Dr. Klein ist bereits seit Jahrzehnten im Finanzvertrieb tätig und weist folglich eine hohe Expertise auf. Schwerpunkt der Vertriebstätigkeit im Privatkundengeschäft bilden die Internetauftritte drklein.de und vergleich.de.

Leadgenerierung als Schlüssel für den Erfolg

Die Wettbewerbsstärke von Hypoport im Bereich des Privatkundengeschäfts liegt in der Fähigkeit, kostengünstig und effizient Kundenanfragen (Leads) über das Internet zu generieren und diese in Vertragsabschlüsse zu konvertieren. Dabei greift das Unternehmen auf das langjährige Know-how der eigenen Mitarbeiter zurück, die durch geschickte Suchmaschinenoptimierung (SEO) und Suchmaschinenwerbung (SEA) den notwendigen Traffic auf der Seite erzeugen.

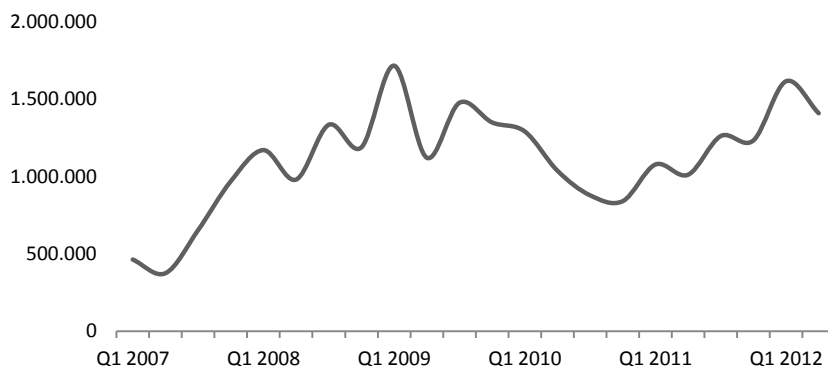
Einfache Nachfrageprodukte (KFZ-Versicherungen oder Tagesgeldkonten) können dann sofort online abgeschlossen werden. Anfragen für beratungsintensivere Produkte wie Baufinanzierungen oder Lebensversicherungen werden hingegen von den über 700 Beratern an 202 Standorten entweder telefonisch oder vor Ort bearbeitet (6 eigene Standorte, Rest als Franchise). Die Vorteile dieses Geschäftsmodells sind nachfolgend dargestellt:

- **Kostengünstige Kundenakquise:** Die Kundenakquise über das Internet ist im Vergleich zur klassischen, lokalen Kundenakquise deutlich weniger zeit- und kostenintensiv. Die Kunden werden zentral über das Internet akquiriert und danach den passenden Beratern zugeteilt.
- **Höhere Konversionsraten:** Aufgrund des bereits bestehenden Kundeninteresses ist die Vertragsabschlusswahrscheinlichkeit deutlich höher und damit der Vertrieb effizienter.
- **Flächendeckendes Beraternetz:** Im Gegensatz zu einer Vielzahl von internetbasierten Vergleichsportalen bietet Hypoport ein deutschlandweites Filialnetz, in dem Kunden vor Ort beraten werden. Konkurrenten, die nicht über ein derartig dichtes Vertriebsnetz verfügen (bspw. lediglich Norddeutschland abdecken), haben einen deutlichen Nachteil bei der Kundengewinnung, da Internetleads regional nicht effizient generiert werden können.

Steigende Leadzahl erhöht Attraktivität

Seit der rückläufigen Entwicklung in 2010 aufgrund der Zurückhaltung der Kunden bei einfachen Finanzprodukten wie Tagesgeld und Festgeld (Umsatz ist trotz rückläufiger Leads in 2010 gestiegen) ist die Leadzahl wieder deutlich angestiegen. Aktuell werden ca. 1,5 Mio. Leads pro Quartal generiert, wodurch Hypoport eine starke Verhandlungsposition gegenüber den Produkthanbietern einnimmt. Laut Unternehmensangaben können durch die steigenden Kundenanfragen Einkaufskostenvorteile erzielt werden, die an die Kunden weitergereicht werden und somit die Attraktivität von Dr. Klein weiter steigern. Die positive Entwicklung der Leads ist in der folgenden Grafik dargestellt.

Entwicklung der Leads pro Quartal



Quelle: Unternehmen

Fazit: Hohe Markteintrittsbarrieren auch im Privatkundengeschäft

Aufgrund der erwähnten Punkte ist das Geschäftsmodell von Hypoport auch im Privatkundengeschäft durch hohe Markteintrittsbarrieren gekennzeichnet. Die Kombination einer zentralen Akquise über das Internet und einem deutschlandweiten Vertriebsnetz ist in dieser Form einzigartig. Der Aufbau eines vergleichbaren Geschäftsmodells wäre für neue Wettbewerber nur schwer möglich und sehr langwierig. Folglich sollte Hypoport in der Lage sein, auch zukünftig im Privatkundengeschäft profitabel zu wachsen.

Führende Marktstellung im Bereich Institutionelle Kunden

Die Tochter Dr. Klein ist neben dem Privatkundengeschäft zugleich auch der führende Finanzierungsmakler und Finanzberater der deutschen Immobilienbranche. Gestützt auf

langfristig gewachsene Kundenbeziehungen sowie ein tiefes Marktverständnis werden großvolumige Kredite und Versicherungen für die deutsche Wohnungswirtschaft, Kommunen und gewerbliche Immobilieninvestoren arrangiert bzw. vermittelt. Mittlerweile hat das Unternehmen mehr als 400 Kunden.

EUROPACE for issuers in den Niederlanden

Zum Geschäftsbereich Institutionelle Kunden zählt zudem auch die Plattform EUROPACE for issuers in den Niederlanden, die das Portfolio Management und Reporting von Verbriefungstransaktionen übernimmt. Der Vorteil für den Kunden besteht darin, dass alle relevanten Informationen in einer Datenbank erfasst werden und die üblichen Instrumente wie Excel, Access oder veraltete Bankprogramme obsolet werden.

FINANZEN

Jüngste Performance

Hypoport hat am 6. August gute H1-Zahlen vorgelegt. Der Umsatz wuchs erneut zweistellig um 17% auf 42 Mio. Euro, das EBIT verbesserte sich überproportional auf 2,6 Mio. Euro (zuvor: 1,3 Mio. Euro). Das Konzernergebnis verdoppelte sich entsprechend auf 1,5 Mio. Euro (zuvor: 0,7 Mio. Euro). Für das Gesamtjahr hat der Vorstand die Guidance bestätigt. Der Umsatz soll zweistellig wachsen, das Konzernergebnis dürfte deutlich über dem Vorjahresniveau von 3,7 Mio. Euro liegen.

Die Entwicklung der drei Geschäftsbereiche wird nachfolgend kurz erläutert:

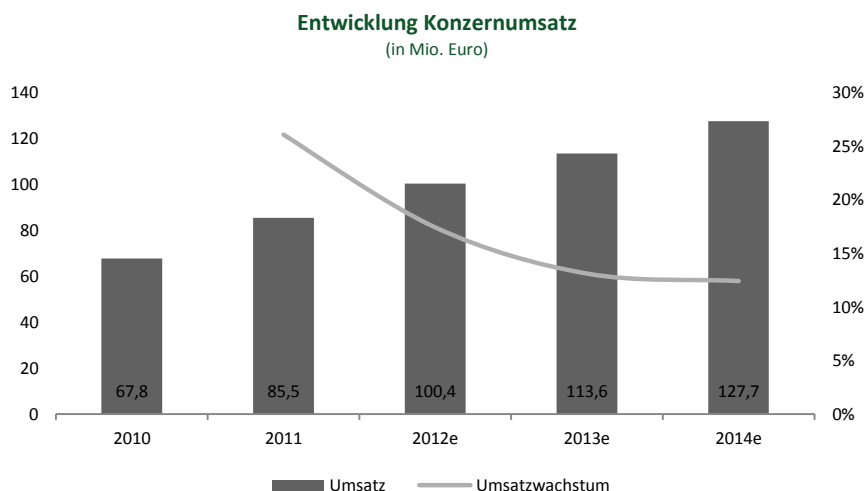
FDL: Der Umsatz stieg um 37% auf 12,4 Mio. Euro. Dabei profitierte das Segment von der weiterhin hohen Nachfrage nach Immobilienfinanzierungen und Bausparverträgen. Das EBIT verbesserte sich von 0,5 Mio. Euro auf 1,5 Mio. Euro (12,1% EBIT Marge). QoQ war das EBIT jedoch rückläufig. Das Q2 Ergebnis war mit 0,6 Mio. Euro deutlich schwächer als Q1 mit 0,9 Mio. Euro, was auf einen veränderten Produktmix zurückzuführen ist (höherer Umsatzanteil des margenschwachen Packager-Geschäfts).

Privatkunden: Trotz eines rückläufigen Versicherungsgeschäfts aufgrund regulatorischer Änderungen (Transaktionsvolumen -22%) konnte der Umsatz um 9% auf 24,2 Mio. Euro gesteigert werden. Das EBIT lag hingegen mit 0,9 Mio. Euro ca. 0,2 Mio. Euro unter dem Vorjahreswert. Ursächlich hierfür waren eine schwächere Versicherungsnachfrage sowie der anhaltende Ausbau des Berater- und Filialnetzes.

Institutionelle Kunden: Auch der Geschäftsbereich Institutionelle Kunden konnte den Umsatz um 10% auf 5,7 Mio. Euro steigern. Das EBIT verbesserte sich von 1,6 auf 1,8 Mio. Euro. Hier wirkten sich insbesondere die Abschlüsse mehrerer großvolumiger Finanzierungen positiv auf die Umsatz- und Ergebnisentwicklung aus.

Dynamische Umsatzentwicklung

Mit EUROPACE betreibt Hypoport bereits heute die größte deutsche Plattform für Immobilienfinanzierungen. Zudem zählt die Tochter Dr. Klein zu den führenden unabhängigen Vermittlern von Finanzprodukten. Aufbauend auf der ausgezeichneten Marktstellung sowie einer zunehmenden Attraktivität der EUROPACE Plattform gehen wir für die nächsten Geschäftsjahre von zweistelligen Wachstumsraten aus. Die historische und prognostizierte Umsatzentwicklung ist nachfolgend dargestellt.



Quellen: Unternehmen, Montega (Prognosen)

Die Treiber des erwarteten Wachstums der verschiedenen Segmente werden im Folgenden dargestellt.

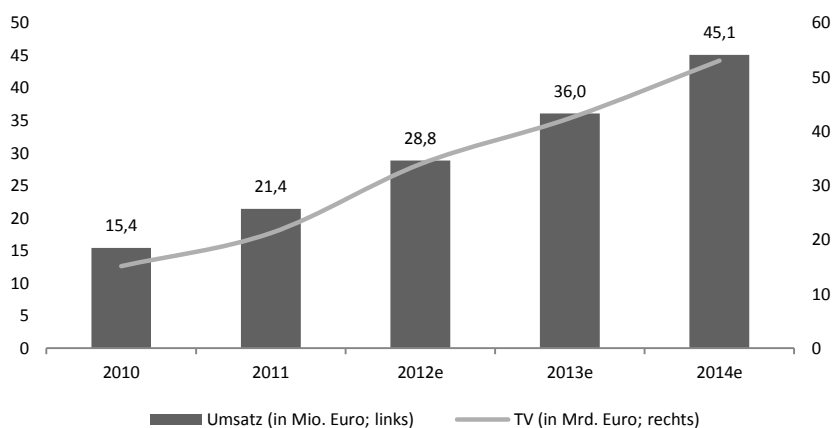
Segment Finanzdienstleistungen (FDL)

Im Bereich FDL profitiert Hypoport zunehmend von der Größe der EUROPACE Plattformen. Das Wachstum von 39% im vergangenen Jahr war äußerst dynamisch. Auch für die kommenden Jahre gehen wir - aufbauend auf einer äußerst stabilen Entwicklung des deutschen Immobilienmarktes - von zweistelligen Wachstumsraten aus. Die Wachstumstreiber sind dabei:

- **Ausbau der Produkthanbieter im B2B Bereich:** Hypoport hat die Anzahl der Produkthanbieter auf der EUROPACE/GENOPACE/FINMAS Plattform von 156 in 2009 auf aktuell 282 nahezu verdoppelt. Wir gehen davon aus, dass weitere Partner hinzugewonnen werden, wodurch der Marktanteil weiter steigen sollte.
- **Ausbau Vertriebspartner:** EUROPACE hat mittlerweile über 10.000 Nutzer. Die wachsende Zahl der Nutzer erhöht wiederum die Attraktivität der Plattform, wodurch neue Teilnehmer gewonnen werden (positive Rückkopplung). Wir gehen daher davon aus, dass Hypoport auch in Zukunft dynamische Wachstumsraten auf Seiten der Produkthanbieter und Vertriebspartner erzielen kann.
- **Ausbau Bausparen und weitere Produkte:** Mit dem Anschluss der größten deutschen Bausparkasse Schwäbisch Hall im April 2012 an GENOPACE dürfte Hypoport das Geschäft mit Bausparverträgen weiter ausbauen. Damit nutzen mit Schwäbisch Hall und BHW die zwei größten deutschen Bausparanbieter die Plattformen von Hypoport. Zudem dürften in Zukunft neben Baufinanzierungen, Ratenkrediten, Bausparen und Sachversicherungen auch Personenversicherungen über EUROPACE angeboten werden.
- **Auslandsexpansion:** Hypoport ist bereits in den Niederlanden vertreten. Langfristig wäre die Expansion auch in andere EU Märkte denkbar.

Basierend auf dem anhaltenden Zugewinn von Vertragspartnern (aktuell: 282; in 2009 156) sowie weiterhin stabilen Rahmenbedingungen auf dem deutschen Immobilienmarkt gehen wir von einem dynamischen Anstieg des Transaktionsvolumens für die kommenden Jahre aus. Anders als im Krisenjahr 2009 dürfte die Ausweitung der EUROPACE Plattform auch auf Sparkassen und Genossenschaftsbanken (davor nur Privatbanken) sowie ein breiteres Produktspektrum (z.B. Bausparen) selbst bei einer deutlichen Marktabschwächung eine solide Geschäftsgrundlage darstellen. Wir erwarten für das laufende Jahr ein Transaktionsvolumen (TV) von 33,9 Mrd. Euro, was zu einem Umsatz von 28,8 Mio. Euro führen sollte. Für 2013 und 2014 rechnen wir mit einem TV-Wachstum von 25%, das leicht unter dem historischen Mittel liegt (2006-1.HJ 2012: 27,7%). Die Entwicklung ist nachfolgend dargestellt.

Umsatz- und Transaktionsvolumenentwicklung



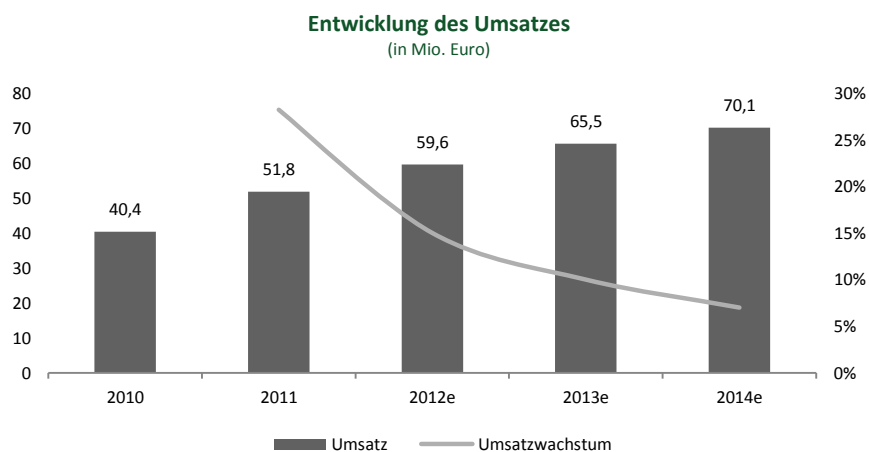
Quellen: Unternehmen, Montega (Prognosen)

Segment Privatkunden

Auch für das Segment Privatkunden gehen wir von dynamischen Umsatzsteigerungen aus. Wir sehen insbesondere folgende Wachstumstreiber:

- Anhaltendes Wachstum der Leads
- Ausbau der Beraterzahlen sowie unabhängiger Makler
- Stabile Rahmenbedingungen auf dem deutschen Immobilienmarkt mit einem historisch niedrigen Zinsniveau
- Steigende Internetaffinität der Kunden sowie langfristiger Trend zu unabhängiger Finanzberatung

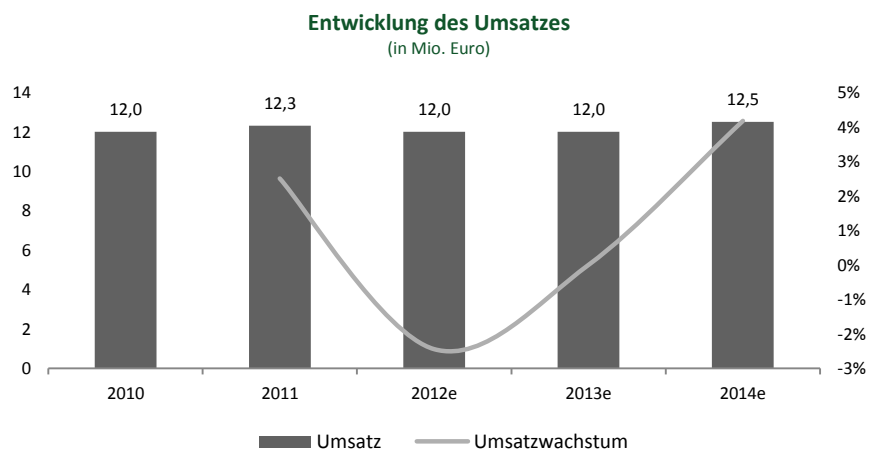
Für das laufende Jahr erwarten wir einen Segmentumsatz von 59,6 Mio. Euro. Hier dürfte insbesondere die Umstellung auf Unisex-Tarife der Versicherer zu einem stärkeren zweiten Halbjahr führen (Vorzieheffekt). Zudem ist das Versicherungsgeschäft in der zweiten Jahreshälfte traditionell stärker. Für 2013 und 2014 gehen wir vorsichtigerweise von einem abgeschwächten Umsatzwachstum aus. Das niedrige Zinsniveau könnte sich negativ auf den Abschluss von Lebensversicherungen auswirken (jedoch Vorteilhaft bei der Baufinanzierung).



Quellen: Unternehmen, Montega (Prognosen)

Segment Institutionelle Kunden

Für das Segment Institutionelle Kunden gehen wir für die nächsten Jahre von einer stabilen Umsatzentwicklung aus, die im laufenden Jahr bei 12 Mio. Euro liegen dürfte.



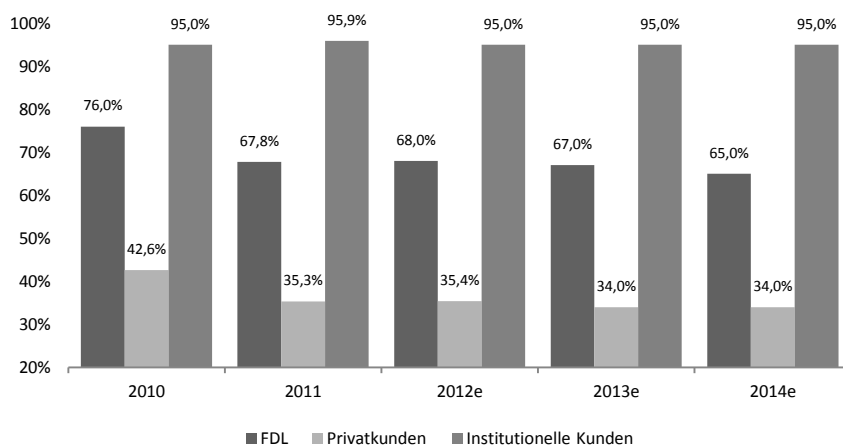
Quellen: Unternehmen, Montega (Prognosen)

Leicht rückläufige Rohertragsmargen erwartet

Die Rohmargen in den Segmenten FDL und Privatkunden waren in 2011 rückläufig. Im Privatkundengeschäft wurde die Rohertragsmarge durch den anhaltenden Ausbau des Filial- und Maklervertriebs - vorwiegend im Versicherungsgeschäft - belastet. Die Quote sank von 42,6% auf 35,3%. Für das laufende Jahr gehen wir von einer stabilen Marge aus, die in den Folgejahren aufgrund des steigenden Versicherungsgeschäftes leicht rückläufig sein dürfte.

Im Segment FDL wirkte sich der Ausbau des niedrigmargigen Kooperations- und Packagergeschäfts negativ auf die Rohmarge aus. Zum Halbjahr 2012 lag die Marge jedoch wieder bei 70%, so dass wir für 2012 mit einer stabilen Marge von 68% rechnen. Für die folgenden Jahre prognostizieren wir aufgrund des ansteigenden Packagergeschäftes ebenfalls einen leichten Margenrückgang. Der Bereich Institutionelle Kunden dürfte hingegen auch weiterhin eine stabile Rohertragsmarge aufweisen.

Entwicklung Rohmarge nach Segmenten



Quellen: Unternehmen, Montega (Prognosen)

Positive Ergebnisentwicklung

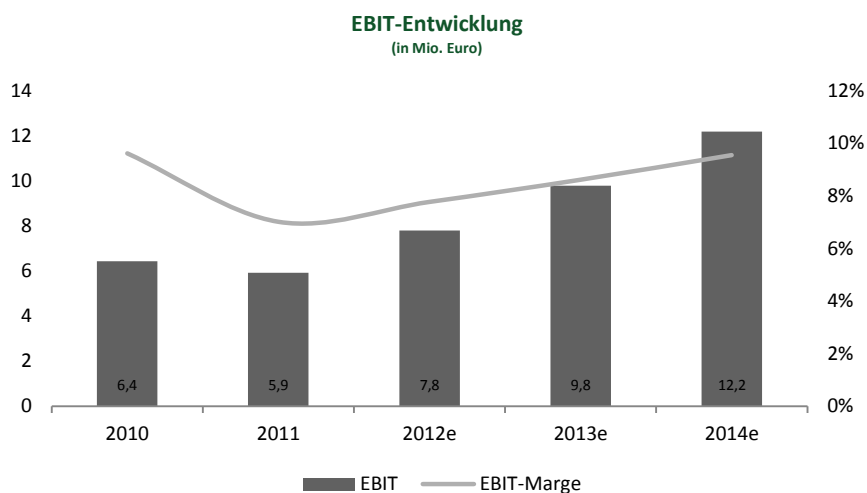
Trotz rückläufiger Rohmargen erwarten wir für die kommenden Jahre eine überproportionale Ergebnisverbesserung. Die wesentlichen Ergebnistreiber sind:

- **Rückläufige Personalkostenquote:** Die Betreuung und Aktualisierung der EUROPACE Plattform ist mit der gegenwärtigen Stärke des Programmiererteams (ca. 100) darstellbar. Folglich sollte die Personalaufwandsquote mit steigendem Transaktionsvolumen weiter rückläufig sein (Peak in 2009 mit 43% erreicht, mittelfristig erwarten wir eine Reduktion auf 27%).
- **Fixkostendegression:** Aufgrund des stabilen Personalbestandes im Entwicklungsbereich, dürften auch die sonstigen betrieblichen Aufwendungen, wie z.B. für Miete und den Fuhrpark unterproportional zu den Umsätzen steigen (Peak in 2009 mit 21,8% erreicht, mittelfristig erwarten wir eine Reduktion auf 14,0%).
- **Steigende Bedeutung von EUROPACE:** Mit dem überproportionalen Wachstum des Transaktionsvolumens auf der EUROPACE Plattform sollte der Anteil der margenstarken FDL-Umsätze ansteigen und zu einer Verbesserung des Konzernergebnisses führen. Zum Halbjahr 2012 hatte das Segment Finanzdienstleistungen eine EBIT-Marge von 12,1%, das Segment Privatkunden hingegen nur 3,7%.

- **Effizienzgewinne im Privatkundengeschäft:** Durch den Ausbau der Vertriebsstrukturen dürften weitere Skalenvorteile realisiert werden (steigende Effizienz des Back-Office). Darüber hinaus sollte die mittelfristig geplante Einbindung der Personenversicherungen auf EUROPACE zu weiteren Effizienzsteigerungen führen.
- **Einkaufskostenvorteile:** Dr. Klein erzielt aufgrund der Unternehmensgröße Einkaufskostenvorteile, die zum Teil an die Kunden weitergegeben werden. Mit einer wachsenden Kundenbasis dürften sich diese Vorteile verstärken und ebenfalls positiv auf das Ergebnis auswirken.

Basierend auf dem Wachstum der margenstarken FDL-Umsätze, den Vorteilen im Einkauf und der Fixkostendegression sollte Hypoport mittelfristig zweistellige Margen erreichen.

Für das laufende Jahr gehen wir von einem EBIT von 7,8 Mio. Euro aus (EBIT-Marge 7,8%). Die EBIT-Entwicklung ist nachfolgend dargestellt.



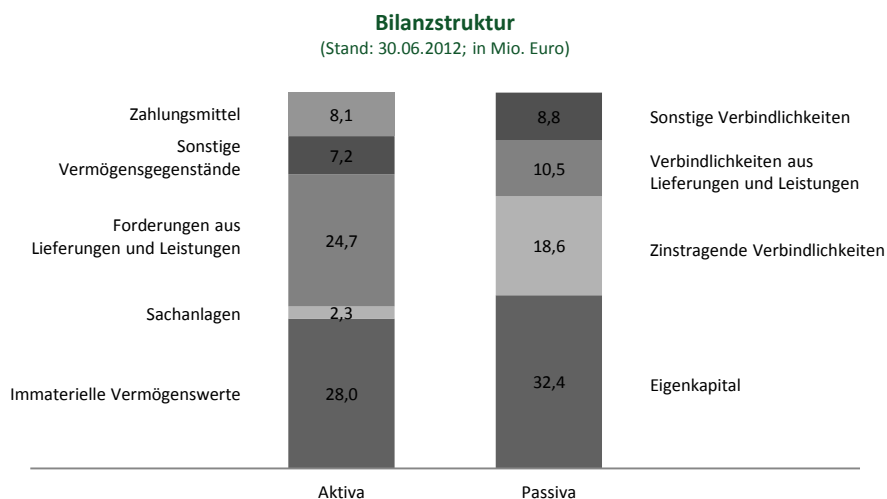
Quellen: Unternehmen, Montega (Prognosen)

Solide Bilanzstruktur

Der bedeutendste Aktivposten der Bilanz ist das immaterielle Vermögen mit 28,0 Mio. Euro. Dieses schließt neben Geschäfts- und Firmenwerten in Höhe von 14,8 Mio. Euro vor allem die selbst entwickelte Software (11,4 Mio. Euro) mit ein. Zusammen mit den Sachanlagen in Höhe in 2,3 Mio. Euro weist die Hypoport AG ein Anlagevermögen in Höhe von 30,3 Mio. Euro aus. Die liquiden Mittel stiegen im ersten Halbjahr um 0,6 Mio. Euro auf 8,1 Mio. Euro an.

Auf der Passivseite beläuft sich das Eigenkapital auf 32,4 Mio. Euro. Die resultierende EK-Quote beträgt 45,8% (31.12.2012 43%) und unterstreicht die hohe Bilanzqualität des Unternehmens. Die zinstragenden Verbindlichkeiten betragen 18,6 Mio. Euro und die resultierende Nettoverschuldung 10,8 Mio. Euro (Net Gearing von 33,3%).

Die Forderungen aus Lieferungen und Leistungen verringerten sich im ersten Halbjahr um 2,9 Mio. Euro und betragen zum 30. Juni 2012 24,7 Mio. Euro. Die Verbindlichkeiten aus Lieferungen und Leistungen verringerten sich im ersten Halbjahr um nur 1,7 Mio. Euro auf 10,8 Mio. Euro. In der Folge sank das Working Capital im ersten Halbjahr von 15,4 Mio. Euro auf 13,9 Mio. Euro.



Quelle: Unternehmen

BEWERTUNG

DCF-Modell

Das DCF-Modell reflektiert die visiblen mittel- bis langfristigen Wachstumsperspektiven, die aus den hohen Markteintrittsbarrieren bei EUROPACE resultieren (durch tiefe Einbindung in die Geschäftsprozesse wird ein Wechsel erschwert).

In den kommenden Jahren dürfte Hypoport weitere Marktanteile im Bereich der Immobilienfinanzierung bzw. des Bausparens gewinnen und neue Produktgruppen in EUROPACE integrieren. Dies sollte es dem Unternehmen ermöglichen, im unteren zweistelligen Prozentbereich zu wachsen. Die langfristig niedriger gewählten Wachstumsraten berücksichtigen die Wahrscheinlichkeit konjunktureller Abschwächungen. Statt schwankender Wachstumsraten auf Basis geschätzter Konjunkturzyklen wurde ein sukzessiver Rückgang der Wachstumsrate von jährlich 10% (in den Jahren 2015-2018) unterstellt.

Zur Ermittlung des Terminal Value wurde eine ewige Wachstumsrate von 2,0% herangezogen.

Das Ergebnis sollte bedingt durch eine Fixkostendegression sowie einen Rückgang der Personalkostenquote überproportional zulegen. Wir unterstellen einen Anstieg der EBIT-Marge auf 11% in 2015, wobei dies bezogen auf den zunehmenden Umsatzanteil im Bereich FDL konservativ erscheint (Vergleichsunternehmen wie Wirecard erzielen EBIT-Margen von über 20%). Langfristig nehmen wir eine EBIT-Marge von 9% an.

Da ein Großteil der Entwicklungsarbeit selbst geleistet wird schätzen wir den jährlichen Investitionsbedarf auf ca. 6 Mio. Euro. Der jährliche Mittelwert seit 2006 liegt bei 5,4 Mio. Euro.

Das verwendete Beta von 1,4 reflektiert die großen Kursschwankungen, die jedoch vor allem auf die Immobilienkrise sowie die anfängliche Ausrichtung auf Privatbanken zurückzuführen ist. Tendenziell sollte die Volatilität des Geschäftsmodells und damit auch die des Aktienkurses künftig spürbar abnehmen.

Die risikolose Rendite wird auf Basis langfristiger, festverzinslicher Wertpapiere mit 2,5% angenommen. Für die Marktrendite werden 9,0% unterstellt, was insgesamt zu einer Risikoprämie von 6,5% führt. Unter der Annahme einer langfristigen Fremdkapitalquote von 40% ergibt sich ein WACC von 8,9%.

Für die Hypoport AG ermittelt sich somit aus dem DCF-Modell ein fairer Wert von 16,00 Euro.

DCF Modell

Angaben in Mio. EUR	2012e	2013e	2014e	2015e	2016e	2017e	2018e	Terminal Value
Umsatz	100,4	113,6	127,7	140,4	153,1	165,5	177,5	181,1
<i>Veränderung</i>	<i>19,0%</i>	<i>13,1%</i>	<i>12,4%</i>	<i>10,0%</i>	<i>9,0%</i>	<i>8,1%</i>	<i>7,3%</i>	<i>2,0%</i>
EBIT	7,8	9,8	12,2	15,4	15,3	16,5	17,8	16,3
<i>EBIT-Marge</i>	<i>7,8%</i>	<i>8,6%</i>	<i>9,5%</i>	<i>11,0%</i>	<i>10,0%</i>	<i>10,0%</i>	<i>10,0%</i>	<i>9,0%</i>
NOPAT	5,5	6,8	8,5	10,8	10,7	11,6	12,4	11,4
Abschreibungen	5,2	5,3	5,7	6,2	6,1	5,9	5,7	5,8
<i>in % vom Umsatz</i>	<i>5,2%</i>	<i>4,7%</i>	<i>4,5%</i>	<i>4,4%</i>	<i>4,0%</i>	<i>3,6%</i>	<i>3,2%</i>	<i>3,2%</i>
Liquiditätsveränderung								
- Working Capital	-4,4	-3,5	-2,9	-2,6	-1,8	-2,5	-2,4	-1,0
- Investitionen	-6,1	-6,0	-6,0	-6,0	-6,4	-6,3	-6,0	-6,0
<i>Investitionsquote</i>	<i>6,1%</i>	<i>5,3%</i>	<i>4,7%</i>	<i>4,3%</i>	<i>4,2%</i>	<i>3,8%</i>	<i>3,4%</i>	<i>3,3%</i>
Übriges	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Free Cash Flow (WACC-Modell)	0,2	2,7	5,4	8,4	8,5	8,7	9,7	10,3
WACC	8,9%	8,9%	8,9%	8,9%	8,9%	8,9%	8,9%	8,9%
Present Value	0,2	2,4	4,4	6,3	5,9	5,6	5,7	79,9
Kumuliert	0,2	2,6	7,0	13,3	19,3	24,9	30,5	110,5

Wertermittlung (Mio. EUR)

Total present value (Tpv)	110,5
Terminal Value	79,9
Anteil vom Tpv-Wert	72%
Verbindlichkeiten	18,9
Liquide Mittel	7,5
Eigenkapitalwert	99,1

Aktienzahl (Mio.) 6,19

Wert je Aktie (EUR)	16,00
+Upside / -Downside	92%
Aktienkurs (EUR)	8,35

Modellparameter

Fremdkapitalquote	40,0%
Fremdkapitalzins	7,0%
Marktrendite	9,0%
risikofreie Rendite	2,50%
Beta	1,40
WACC	8,9%
ewiges Wachstum	2,0%

Quelle: Montega

Annahmen: Umsatzwachstumsraten und Margenerwartungen

Kurzfristiges Umsatzwachstum	2012-2015	11,8%
Mittelfristiges Umsatzwachstum	2012-2017	10,5%
Langfristiges Umsatzwachstum	ab 2019	2,0%
EBIT-Marge	2012-2015	9,2%
EBIT-Marge	2012-2017	9,5%
Langfristige EBIT-Marge	ab 2019	9,0%

Sensitivität Wert je Aktie (EUR) ewiges Wachstum

WACC	1,25%	1,75%	2,00%	2,25%	2,75%
9,42%	12,55	13,14	13,47	13,81	14,57
9,17%	13,58	14,26	14,64	15,05	15,95
8,92%	14,74	15,55	16,00	16,48	17,57
8,67%	16,06	17,03	17,57	18,15	19,47
8,42%	17,59	18,75	19,41	20,12	21,75

Sensitivität Wert je Aktie (EUR) EBIT-Marge ab 2019e

WACC	8,50%	8,75%	9,00%	9,25%	9,50%
9,42%	12,82	13,14	13,47	13,79	14,12
9,17%	13,93	14,29	14,64	15,00	15,36
8,92%	15,20	15,60	16,00	16,40	16,79
8,67%	15,91	16,33	16,75	17,17	17,59
8,42%	16,68	17,12	17,57	18,01	18,45

Peergroup Vergleich

Der Peergroup-Vergleich zeichnet ein heterogenes Bild. Die Bewertungsbandbreite ist sehr groß. Aragon und MLP notieren aktuell zu vergleichsweise niedrigen Forward-Multiples. Beide Unternehmen hatten in 2011 mit deutlichen Gewinnrückgängen zu kämpfen, weswegen die Anleger aktuell eher zurückhaltend bei diesen Aktien sind. OVB notiert hingegen zu sehr hohen Multiples, allerdings beträgt der Streubesitz weniger als 5%, so dass der Aktienkurs nur eine eingeschränkte Aussagekraft haben dürfte. Die drei Unternehmen verfügen über keine eigene Transaktionsplattform/Software und haben auch keine derart stark ausgeprägte Ausrichtung auf das Internetgeschäft.

Nach OVB weist die englische Vergleichswebsite Moneysupermarkte.com die höchste Bewertung auf. Das Unternehmen hat in der Vergangenheit hohe Margen erzielt und wird voraussichtlich auch in den kommenden Jahren sehr profitabel wachsen, was die hohe Bewertung rechtfertigen dürfte. Closest Peer ist u.E. die italienische Gruppo MutuiOnline, die jedoch durch das schlechte Sentiment für italienische Aktien belastet ist.

Insgesamt zeigt die Peergroup eine deutliche Unterbewertung der Hypoport AG. Die Bewertungsbandbreite liegt zwischen 8 Euro und 22 Euro. Nachfolgend wird die Peergroup kurz vorgestellt.

Deutsche Peers:

Aragon AG Die Aragon AG ist ein Finanzdienstleister, der über seine Tochtergesellschaften in der Beratung und Vermittlung von Finanzprodukten tätig ist. Diese Tochtergesellschaften sind mit jeweils eigener Strategie und Marke in Deutschland, Österreich und Osteuropa tätig. Sie betreuen über 22.000 unabhängige Finanzvermittler, davon rund 4.500 gebundene Handelsvertreter und über 1.030.000 Endkunden. Im abgelaufenen Geschäftsjahr erzielte das Unternehmen mit seinen 22.023 Vermittlern und knapp 1 Mio. Kunden einen Jahresumsatz in Höhe von etwa 126 Mio. Euro.

MLP AG Die MLP AG fungiert als Holding. Die Tochtergesellschaften bieten ihren Privatkunden - überwiegend mittleren und gehobenen Einkommens - basierend auf einem Allfinanzkonzept unterschiedlichste Finanzdienstleistungen an. Der Konzern besitzt zudem eine Vollbanklizenz. Das Geschäft ist in drei Segmente aufgeteilt: Finanzdienstleistungen, Feri und die Holding. Insgesamt sind für den Konzern rund 2.100 Berater tätig. Im abgelaufenen Geschäftsjahr erzielte das Unternehmen mit seinem Kundenstamm von etwa 795.000 einen Umsatz in Höhe von über 542 Mio. Euro.

OVB Holding AG Die OVB Holding AG vermittelt Versicherungs- und Finanzprodukte an private Haushalte. Das Angebot deckt den Vermögensaufbau, Vorsorge und die Risikoabsicherung ab. Das Unternehmen ist mit seinen über 4.900 Finanzberatern in 14 Ländern aktiv und erzielte im abgelaufenen Geschäftsjahr einen Umsatz von rund 200 Mio. Euro. Im Geschäftsjahr 2011 betreute das Unternehmen europaweit ca. 2,9 Mio. Kunden.

Internationale Peers:

Gruppo MutuiOnline (Italien) Gruppo MutuiOnline ist einer der führenden, unabhängigen Vermittler von Krediten und Versicherungen in Italien. Die Immobilienfinanzierungen, Ratenkredite sowie Versicherungen werden über das Internet, Telefon sowie über ein lokales Vertriebsnetz angeboten. Darüber hinaus werden in der Business Process Outsourcing Division Dienstleistungen für die Immobilienbranche angeboten (Kredit Packaging, Immobilienbewertung, etc.).

Das Unternehmen erzielte in 2011 ein operatives Ergebnis von 30,9 Mio. Euro bei einem Umsatz von 71,8 Mio. Euro. Die Aktie ist an der Borsa Italiana gelistet.

MoneySupermarket.com Group (UK) MoneySupermarket.com Group betreibt die führende Preisvergleichsplattform in UK. Über die Internetseiten moneysupermarket.com und travelsupermarket.com werden Preisvergleiche für Bankprodukte, Versicherungen, Handy-Tarife, Reisen sowie andere Dienstleistungen angeboten. Der Umsatz wird über eine erfolgsabhängige Gebühr generiert. Diese fällt an, wenn der Kunde auf die Website des Produkthanbieters weitergeleitet wird und das jeweilige Produkt erwirbt.

Das Unternehmen erzielte in 2011 ein operatives Ergebnis von 24 Mio. GBP bei einem Umsatz von 181 Mio. GBP. Die Aktie ist an der London Stock Exchange gelistet.

Bewertungs-Multiples				EV/Sales			EV/EBITDA			EV/EBIT			P/E		
Unternehmen	EV	MarketCap	Kurs	2011	2012e	2013e	2011	2012e	2013e	2011	2012e	2013e	2011	2012e	2013e
1 Aragon Aktiengesellschaft	19,0	18,7	2,6	0,2	0,1	0,1	3,6	6,9	2,5	6,3	5,9	3,9	95,1	NM	6,1
2 MLP AG	531,6	546,2	5,1	1,0	0,9	0,9	11,0	5,3	4,9	15,9	6,6	6,1	44,9	9,8	9,2
3 OVB Holding AG	201,7	268,6	18,9	1,0	0,9	0,9	27,9	18,4	15,0	44,7	24,3	19,2	64,6	44,1	34,3
4 Gruppo MutuiOnline S.p.A	98,4	122,7	3,3	1,8	2,2	1,7	4,9	10,0	3,9	3,2	10,3	5,0	5,9	19,8	9,8
5 Moneysupermarket.com Group	634,5	671,1	1,3	3,3	3,1	2,8	12,6	10,5	8,6	28,3	11,3	9,3	40,8	16,5	13,5
			Median	1,0	0,9	0,9	11,0	10,0	4,9	15,9	10,3	6,1	44,9	18,2	9,8
			Mean	1,4	1,5	1,3	12,0	10,2	7,0	19,7	11,7	8,7	50,3	22,6	14,6
Hypoport AG	62,4	51,7	8,4	0,7	0,6	0,5	5,6	4,8	4,1	10,5	8,0	6,4	13,9	11,4	8,6
			Upside Median	38%	52%	66%	96%	108%	20%	51%	29%	-5%	223%	60%	14%
			Upside Mean	96%	135%	133%	114%	113%	70%	87%	46%	37%	261%	98%	70%
			FV Aktie (Median)	12,21	13,63	14,95	17,97	19,26	10,35	13,48	11,26	7,86	30,79	14,37	9,76
			FV Aktie (Mean)	18,01	21,92	21,72	19,80	19,71	15,36	17,08	12,98	12,04	34,64	18,24	15,37

Margen- und Wachstumsentwicklung				EBITDA-Marge			EBIT-Marge			Sales Wachstum			EPS Wachstum		
Unternehmen	EV	MarketCap	Kurs	2011	2012e	2013e	2011	2012e	2013e	2011	2012e	2013e	2011	2012e	2013e
1 Aragon Aktiengesellschaft	19,0	18,7	2,6	4,2%	2,0%	5,1%	2,4%	2,3%	3,3%	16,5%	12,3%	4,5%	-68,0%	-195,9%	-280,9%
2 MLP AG	531,6	546,2	5,1	8,5%	17,8%	18,4%	5,9%	14,3%	15,0%	4,1%	3,6%	4,2%	-64,2%	167,1%	6,2%
3 OVB Holding AG	201,7	268,6	18,9	3,6%	4,9%	5,7%	2,3%	3,7%	4,4%	13,7%	11,9%	5,6%	3,8%	23,3%	28,7%
4 Gruppo MutuiOnline S.p.A	98,4	122,7	3,3	43,9%	21,8%	42,7%	42,7%	21,1%	33,0%	34,4%	-37,5%	31,0%	43,6%	-66,1%	102,4%
5 Moneysupermarket.com Group	634,5	671,1	1,3	27,9%	29,8%	32,8%	12,4%	27,7%	30,5%	21,6%	11,9%	10,4%	113,3%	26,2%	22,1%
			Median	8,5%	17,8%	18,4%	5,9%	14,3%	15,0%	16,5%	11,9%	5,6%	3,8%	23,3%	22,1%
			Mean	17,6%	15,2%	20,9%	13,1%	13,8%	17,2%	18,1%	0,4%	11,1%	5,7%	-9,1%	-24,3%
Hypoport AG	62,4	51,7	8,4	13,1%	13,3%	14,0%	7,0%	8,6%	9,5%	26,1%	13,1%	12,4%	13,2%	32,9%	28,9%

Fazit: Auf Basis des DCF-Modells errechnen wir einen fairen Wert der Hypoport Aktie von 16,00 Euro, was eine deutliche Unterbewertung signalisiert. Die Peergroup Analyse ist sehr stark durch unternehmensspezifische Eigenschaften geprägt, so dass die Bewertungsbandbreite sehr hoch ist und diese nur eine beschränkte Aussagekraft aufweist. Insgesamt deutet jedoch auch die Peergroup auf eine deutliche Unterbewertung von Hypoport hin. Wir legen daher das Kursziel für die Hypoport Aktie bei 16,00 Euro fest, das Upside beträgt 92%. Wir empfehlen die Aktie zum Kauf.

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 536 Mitarbeiter (Stand August 2012). In 2011 erzielte Hypoport einen Umsatz von 84,4 Mio. 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

Segmentbetrachtung

Privatkunden

Das Privatkundengeschäft über die Tochter Dr. Klein & Co. AG ist mit einem Umsatzanteil von fast 61% (51,7 Mio. Euro in 2011) 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).

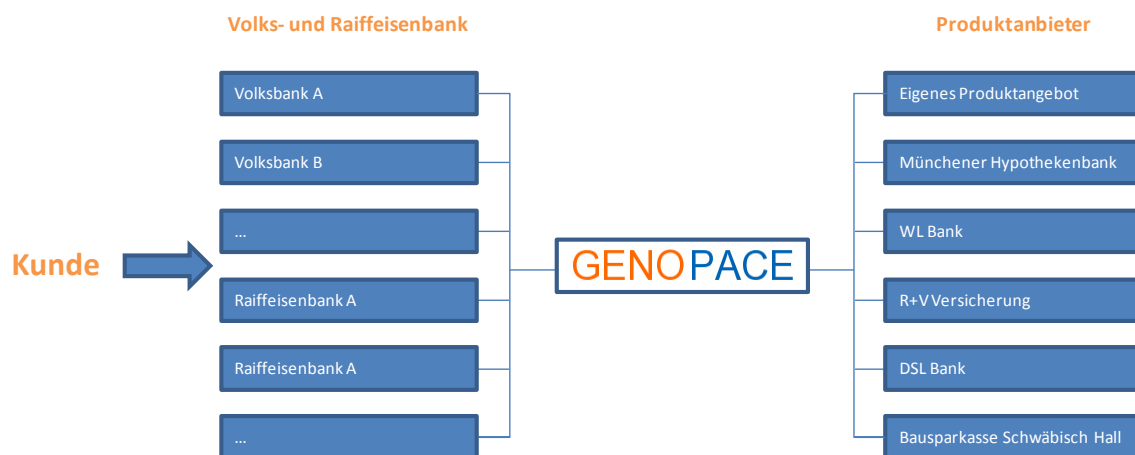
Dabei nutzt Hypoport die Synergien im Konzern, um seinen Kunden individuelle Produkte zu attraktiven Konditionen bieten zu können.

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 2011 bei 21,2 Mrd. Euro, der Umsatz betrug 20,4 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 entstand in 2012 durch die Zusammenlegung der Geschäftsbereiche Finanzvertrieb Immobilienfirmenkunden sowie B2B-Finanzmarktplätze für Institutionelle Kunden (B2B-IK). Ersterer ist in der Vermittlung und dem Arrangement von großvolumigen Krediten für die deutsche Wohnungswirtschaft tätig, dem historischen

Kerngeschäft von Hypoport. Die Tochter Dr. Klein & Co. AG ist hier bereits seit 1954 tätig und verfügt über einen breiten Kundenstamm. Darüber hinaus ist Dr. Klein auch als unabhängiger Versicherungsmakler für Immobilienfirmenkunden tätig. Der ehemalige Geschäftsbereich B2B-IK betreibt über die Tochter Hypoport B.V. in Amsterdam die Plattform EUROPACE for issuers, die speziell auf das Reporting von Verbriefungstransaktionen ausgerichtet ist. Zusammen haben beide Geschäftsbereiche 2011 einen Umsatz von 12,2 Mio. Euro erzielt.

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.

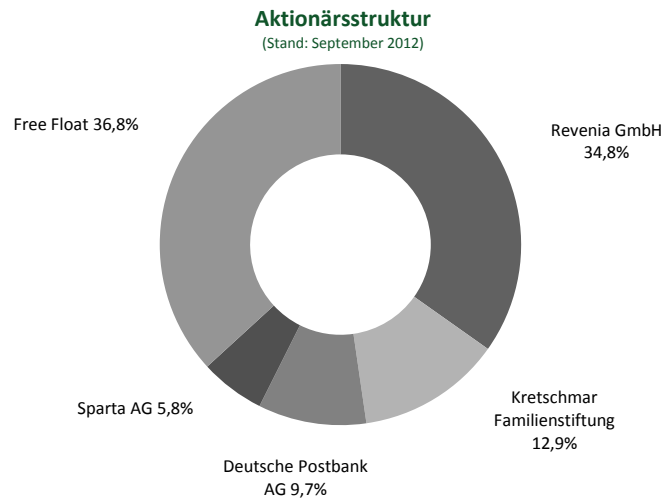
Stephan Gawarecki: Der Dipl. Betriebswirt war nach seinem Studium (1998 bis 2000) beim Deutschen Ring in führender Position im Produktmanagement für den Bereich Bausparen tätig. Bei der FinanceScout24, einem Internetportal, baute er ab 2000 den Geschäftsbereich Versicherungen auf und verantwortete als 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% am Unternehmen beteiligt. Die restlichen 36,8% befinden sich im Streubesitz.



Quelle: Unternehmen

ANHANG

G&V (in Mio. EUR) Hypoport AG	2010	2011	2012e	2013e	2014e
Umsatz	66,9	84,4	100,4	113,6	127,7
Aktiviert Eigenleistungen	5,7	4,0	4,2	4,3	4,5
Gesamtleistung	72,7	88,4	104,6	117,9	132,2
Vertriebskosten (Unterprovisionen und Leadkosten)	26,6	39,9	48,3	55,7	62,7
Rohhertrag	46,0	48,5	56,3	62,1	69,5
Personalaufwendungen	24,6	26,7	31,0	32,9	35,7
Sonstige betriebliche Aufwendungen	11,6	12,6	14,0	16,1	18,1
Sonstige betriebliche Erträge	1,4	1,8	1,7	2,0	2,3
EBITDA	11,1	11,1	13,0	15,1	17,9
Abschreibungen auf Sachanlagen	0,6	0,8	0,0	0,0	0,0
EBITA	10,6	10,3	13,0	15,1	17,9
Amortisation immaterielle Vermögensgegenstände	4,1	4,4	5,2	5,3	5,7
EBIT	6,4	5,9	7,8	9,8	12,2
Finanzergebnis	-1,6	-0,8	-1,3	-1,2	-1,1
EBT	4,8	5,1	6,5	8,6	11,1
EE-Steuern	1,6	1,4	1,9	2,6	3,3
Jahresüberschuss vor Anteilen Dritter	3,3	3,7	4,5	6,0	7,7
Anteile Dritter	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Jahresüberschuss	3,3	3,7	4,5	6,0	7,7

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

G&V (in % vom Umsatz) Hypoport AG	2010	2011	2012e	2013e	2014e
Umsatz	100%	100%	100%	100%	100%
Aktiviert Eigenleistungen	9%	5%	4%	4%	4%
Gesamtleistung	109%	105%	104%	104%	104%
Vertriebskosten (Unterprovisionen und Leadkosten)	40%	47%	48%	49%	49%
Rohhertrag	69%	57%	56%	55%	54%
Personalaufwendungen	37%	32%	31%	29%	28%
Sonstige betriebliche Aufwendungen	17%	15%	14%	14%	14%
Sonstige betriebliche Erträge	2%	2%	2%	2%	2%
EBITDA	17%	13%	13%	13%	14%
Abschreibungen auf Sachanlagen	1%	1%	0%	0%	0%
EBITA	16%	12%	13%	13%	14%
Impairment Charges und Amortisation Goodwill	0%	0%	0%	0%	0%
EBIT	10%	7%	8%	9%	10%
Finanzergebnis	-2%	-1%	-1%	-1%	-1%
EBT	7%	6%	6%	8%	9%
EE-Steuern	2%	2%	2%	2%	3%
Jahresüberschuss vor Anteilen Dritter	5%	4%	5%	5%	6%
Anteile Dritter	0%	0%	0%	0%	0%
Jahresüberschuss	5%	4%	5%	5%	6%

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

Bilanz (in Mio. EUR) Hypoport AG	2010	2011	2012e	2013e	2014e
AKTIVA					
Immaterielle Vermögensgegenstände	27,8	27,9	27,8	27,4	26,7
Sachanlagen	2,4	2,5	3,5	4,5	5,5
Finanzanlagen	0,5	1,0	1,0	1,0	1,0
Anlagevermögen	30,7	31,3	32,2	32,9	33,1
Forderungen aus Lieferungen und Leistungen	20,5	27,6	31,9	36,4	40,9
Liquide Mittel	11,2	7,5	6,9	8,1	11,9
Sonstige Vermögensgegenstände	4,8	5,7	5,7	5,7	5,7
Umlaufvermögen	36,4	40,8	44,5	50,2	58,5
Bilanzsumme	67,2	72,1	76,7	83,1	91,6
PASSIVA					
Eigenkapital	27,2	31,1	35,6	41,6	49,4
Anteile Dritter	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2
Rückstellungen	0,6	0,6	0,7	0,8	1,0
Zinstragende Verbindlichkeiten	20,6	18,7	18,7	17,9	16,9
Verbindl. aus Lieferungen und Leistungen	9,6	12,2	12,1	13,1	14,7
Sonstige Verbindlichkeiten	9,0	9,5	9,5	9,5	9,5
Verbindlichkeiten	39,8	40,9	40,9	41,2	42,0
Bilanzsumme	67,2	72,1	76,7	83,1	91,6

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

Bilanz (in % der Bilanzsumme) Hypoport AG	2010	2011	2012e	2013e	2014e
AKTIVA					
Immaterielle Vermögensgegenstände	41,4%	38,7%	36,2%	33,0%	29,1%
Sachanlagen	3,6%	3,4%	4,5%	5,4%	6,0%
Finanzanlagen	0,7%	1,4%	1,3%	1,2%	1,1%
Anlagevermögen	45,7%	43,4%	42,0%	39,6%	36,2%
Forderungen aus Lieferungen und Leistungen	30,4%	38,3%	41,6%	43,8%	44,7%
Liquide Mittel	16,7%	10,4%	9,0%	9,7%	13,0%
Sonstige Vermögensgegenstände	7,1%	7,9%	7,4%	6,9%	6,2%
Umlaufvermögen	54,2%	56,6%	58,0%	60,4%	63,9%
Bilanzsumme	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%
PASSIVA					
Eigenkapital	40,5%	43,1%	46,4%	50,1%	53,9%
Anteile Dritter	0,3%	0,3%	0,3%	0,3%	0,2%
Rückstellungen	0,9%	0,8%	0,9%	1,0%	1,1%
Zinstragende Verbindlichkeiten	30,6%	25,9%	24,3%	21,5%	18,4%
Verbindl. aus Lieferungen und Leistungen	14,3%	16,9%	15,8%	15,8%	16,0%
Sonstige Verbindlichkeiten	13,3%	13,1%	12,3%	11,4%	10,3%
Verbindlichkeiten	59,2%	56,7%	53,3%	49,6%	45,9%
Bilanzsumme	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%

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

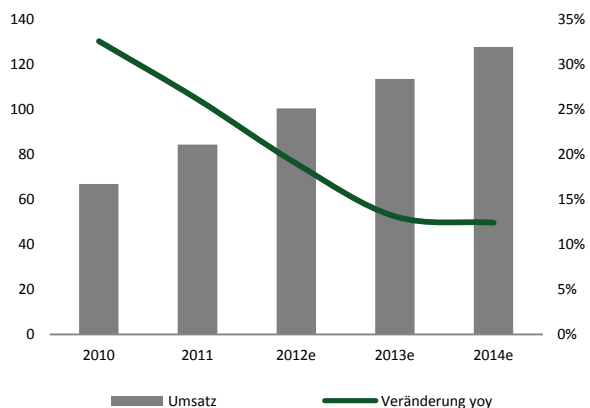
Kapitalflussrechnung (in Mio. EUR) Hypoport AG	2010	2011	2012e	2013e	2014e
Jahresüberschuss/ -fehlbetrag	3,3	3,7	4,5	6,0	7,7
Abschreibung Anlagevermögen	0,6	0,8	0,0	0,0	0,0
Amortisation immaterielle Vermögensgegenstände	4,1	4,4	5,2	5,3	5,7
Veränderung langfristige Rückstellungen	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Sonstige zahlungsunwirksame Erträge/Aufwendungen	0,0	0,1	0,1	0,1	0,2
Cash Flow	8,0	9,1	9,9	11,5	13,7
Veränderung Working Capital	2,0	-4,4	-4,4	-3,5	-2,9
Cash Flow aus operativer Tätigkeit	10,0	4,7	5,5	8,0	10,8
CAPEX	-7,6	-5,3	-6,1	-6,0	-6,0
Sonstiges	-0,1	-0,5	0,0	0,0	0,0
Cash Flow aus Investitionstätigkeit	-7,7	-5,7	-6,1	-6,0	-6,0
Dividendenzahlung	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Veränderung Finanzverbindlichkeiten	1,5	-2,6	0,0	-0,8	-1,0
Sonstiges	0,2	0,0	0,0	0,0	0,0
Cash Flow aus Finanzierungstätigkeit	1,7	-2,6	0,0	-0,8	-1,0
Effekte aus Wechselkursänderungen	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Veränderung liquide Mittel	4,0	-3,7	-0,6	1,2	3,8
Endbestand liquide Mittel	11,2	7,5	6,9	8,1	11,9

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

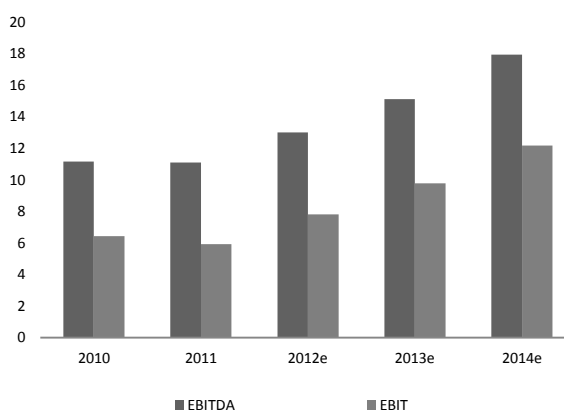
Kennzahlen Hypoport AG	2010	2011	2012e	2013e	2014e
Ertragsmargen					
Rohertragsmarge (%)	68,8%	57,5%	56,1%	54,7%	54,4%
EBITDA-Marge (%)	16,7%	13,1%	12,9%	13,3%	14,0%
EBIT-Marge (%)	9,6%	7,0%	7,8%	8,6%	9,5%
EBT-Marge (%)	7,2%	6,1%	6,5%	7,6%	8,7%
Netto-Umsatzrendite (%)	4,9%	4,4%	4,5%	5,3%	6,1%
Kapitalverzinsung					
ROCE (%)	18%	15%	17%	20%	23%
ROE (%)	14%	14%	15%	17%	19%
ROA (%)	5%	5%	6%	7%	8%
Solvenz					
Net Debt zum Jahresende (Mio. Euro)	9,4	11,1	11,8	9,8	5,0
Net Debt / EBITDA	0,8	1,0	0,9	0,6	0,3
Net Gearing (Net Debt/EK)	0,3	0,4	0,3	0,2	0,1
Kapitalfluss					
Free Cash Flow (Mio. EUR)	2,4	-0,6	-0,6	2,0	4,8
Capex / Umsatz (%)	12%	7%	6%	5%	5%
Working Capital / Umsatz (%)	16%	16%	18%	19%	19%
Bewertung					
EV/Umsatz	0,9	0,7	0,6	0,5	0,5
EV/EBITDA	5,6	5,6	4,8	4,1	3,5
EV/EBIT	9,7	10,5	8,0	6,4	5,1
EV/FCF	25,8	-	-	31,9	13,0
KGV	15,8	13,9	11,4	8,6	6,7
P/B	1,9	1,7	1,4	1,2	1,0
Dividendenrendite	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%

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

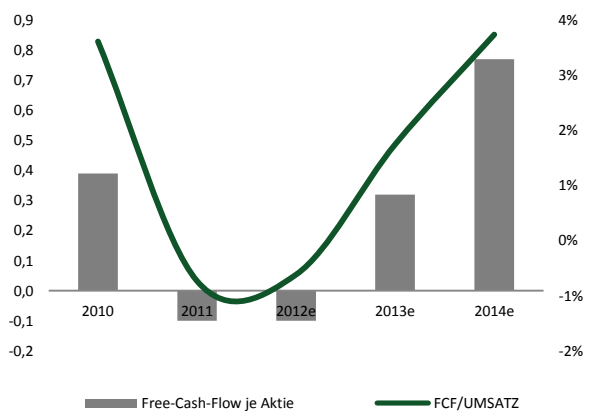
Umsatzentwicklung



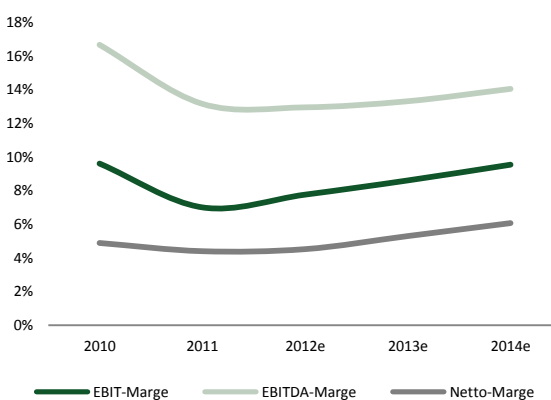
Ergebnisentwicklung



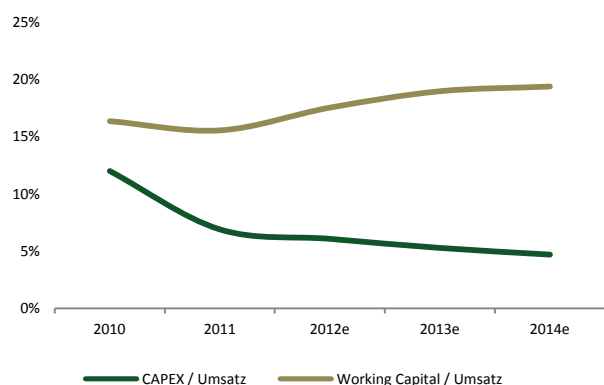
Free-Cash-Flow Entwicklung



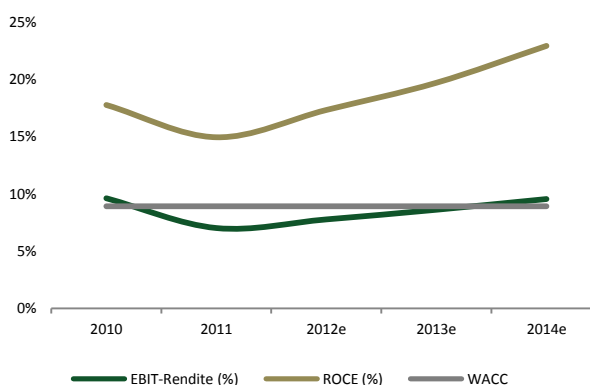
Margenentwicklung



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: 13.09.2012):

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: 13.09.2012):

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
Lurgiallee 12

60439 Frankfurt

Kurs- und Empfehlungs- Historie

Empfehlung	Datum	Kurs	Kursziel	Potenzial
Kaufen (Ersteinschätzung)	13.09.2012	8,35	16,00	92%
