pferdewetten.de

(CDAX, Telecom/Internet, EMH GR)

WARBURG RESEARCH

Buy

EUR 21,00

Kurs	EUR 11,70
Upside	**79,5 %**

Wertindikatoren:	EUR
DCF:	20,69

Warburg ESG Risiko Score:	**2,5**
ESG Score (MSCI basiert):	2,0
Bilanz Score:	5,0
Markt Liquidität Score:	0,5

Beschreibung:

Wettanbieter mit Online- und Retail-Aktivitäten

Markt Snapshot:	EUR Mio.
Marktkapitalisierung:	50,6
Aktienanzahl (Mio.):	4,3
EV:	43,9
Freefloat MC:	31,6
Ø Trad. Vol. (30T):	22,57 Tsd.

Aktionäre:	
Freefloat	62,51 %
Management	8,36 %
Tullina AG	6,92 %
Prime Capital Access S.A.	5,69 %
Weiss media	6,52 %

Kennzahlen (WRe):	2023e
Beta:	1,5
KBV:	4,7 x
EK-Quote:	32 %

Neues Geschäftsfeld bietet enorme Chancen

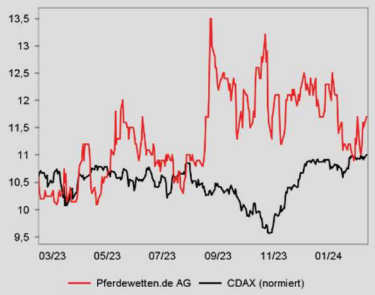
Die Pferdewetten.de AG hat sich in den letzten Jahren schwergetan, ordentliche Ergebnisse zu erzielen. Während das Kerngeschäft mit Online-Pferdewetten kontinuierlich stabile Erträge erwirtschaftet (EBIT-Marge in diesem Segment typischerweise 30%, Umsatz 2022 EUR 14,3 Mio., EBIT EUR 4,5 Mio.), waren die Bemühungen im Online-Sportwettenmarkt, insbesondere mit dem Wiedereinstieg im Jahr 2017 mit www.sportwetten.de, nicht so erfolgreich. Trotz signifikanter Verluste in diesem Bereich (EBIT allein bei EUR -4,8 Mio. in 2021, EUR -3,4 Mio. in 2022) ist es dem Unternehmen nicht gelungen, in diesem wettbewerbsintensiven Umfeld Fuß zu fassen. Die aktuelle Schätzung (WRe) geht von einem ausgeglichenen Ergebnis auf niedrigem Niveau bis 2025 aus (Segmentumsatz EUR 1,7 Mio., ausgeglichenes EBIT).

Zentraler Faktor für den Investment Case ist der Einstieg in den Retail-Markt in den Jahren 2021/22, insbesondere Sportwetten in **stationären Geschäften**. Auch wenn dieser Bereich zunächst mit einem geschätzten EBIT von knapp EUR -10 Mio. im ersten repräsentativen Geschäftsjahr 2023 erhebliche Verluste verursacht, zeigt er eine Wachstumsdynamik, die das gesamte Unternehmen verändern könnte.

Die Dynamik: Der stationäre Wettmarkt in Deutschland hat sich in den letzten Jahrzehnten kaum verändert und ist nach wie vor resistent gegenüber Online-Entwicklungen. Derzeit gibt es in Deutschland rund 2.700 Wettannahmestellen (davon 1.150 Tipico, 400 Tipwin, 300 Bet3000 und der Rest Sonstige). Aufgrund der strengen Regulierung sind die Marktveränderungen minimal. Bei Null anzufangen und den Markt unter Druck zu setzen, ist sowohl aus rechtlicher Sicht als auch aus buchmacherischer/struktureller Sicht praktisch unmöglich. Hier hat pferdewetten.de einen einzigartigen Vorteil: Das Unternehmen hat sich durch seine jahrzehntelange Tätigkeit die notwendigen Genehmigungen und Lizenzen für den stationären Wettmarkt gesichert. Mit diesen Genehmigungen und der eigenen Infrastruktur (vor allem der eigenen Software und dem eigenen Wettbuch) ist das Unternehmen nun rechtlich und strukturell einzigartig aufgestellt, um in diesem Bereich deutlich voranzukommen. Und das tut es auch: Mit einem rasanten Expansionstempo gewinnt das Unternehmen unter seiner Marke „Sportwetten" in Deutschland bestehende Shops von Wettbewerbern (2022: 10, 2023: geschätzt 108, 2024 Plan: 222, 2025 Plan: 330, Potenzial 400+; 80-85% Franchise und ca. 15-20% eigene Shops). Gleichzeitig liefern die Shops finanzielle Ergebnisse, die die anfänglichen Prognosen untermauern (Durchschnitt: EBIT-Beitrag Franchise EUR 56.000 pro Shop/Jahr, EBIT-Beitrag eigene Shops EUR 150.000 pro Shop/Jahr, Umsatzbeitrag 270.000 pro Shop). Auf dieser Basis plant das Unternehmen, den Break-even im Retail-Geschäft im Jahr 2024 zu erreichen und schätzt die Break-even-Schwelle auf ca. 140 Shops.

Dies birgt ein interessantes Potenzial für die Bewertung der Aktie. Während die Schätzungen (WRe) aufgrund der begrenzten verlässlichen Daten derzeit von keinem signifikanten Beitrag des Retail-Segments bis 2025 ausgehen, ergibt sich unter Anwendung eines extrem hohen Risikoabschlags (DCF, Beta 1,5) ein rechnerisches Kursziel (EUR 21,00).

Unter Berücksichtigung der impliziten Annahmen des Unternehmens zum Break-even im Segment Retail (140 Shops) und unter Einbeziehung der geplanten zusätzlichen Ergebnisbeiträge der neu eröffneten Shops (EBIT-Beitrag Franchise EUR 56.000 und EBIT-Beitrag eigene Shops EUR 150.000) ergibt sich ein völlig anderes Ergebnisszenario (im Vergleich zu WRe). Die EBIT-Marge könnte ab dem Jahr 2027 bei rund 20% liegen. Ein DCF-Modell auf Basis dieser Annahmen würde leicht zu einem Kursziel von EUR 45 führen, **was eine große Chance darstellt (fairer Wert zwischen EUR 21,00 und EUR 45,00). Die Aktie wird weiterhin mit Kaufen bewertet.**



Rel. Performance vs CDAX:	
1 Monat:	0,8 %
6 Monate:	2,0 %
Jahresverlauf:	-5,7 %
Letzte 12 Monate:	8,7 %

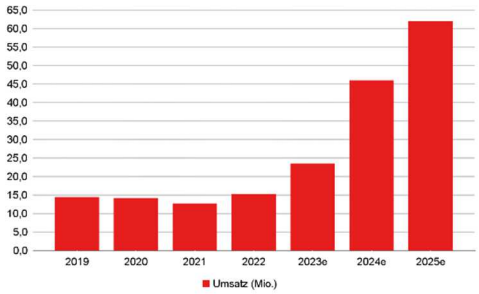
Unternehmenstermine:	
29.03.24	FY 2023
14.05.24	Q1
13.08.24	Q2
27.08.24	HV

GJ Ende: 31.12. in EUR Mio.	CAGR (22-25e)	2019	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e
Umsatz	59,3 %	14,4	14,2	12,7	15,3	23,5	46,0	62,0
Veränd. Umsatz yoy		30,2 %	-1,8 %	-10,2 %	20,5 %	53,3 %	95,7 %	34,8 %
Rohertragsmarge		*57,0 %*	*61,9 %*	*53,1 %*	*43,1 %*	*14,0 %*	*48,0 %*	*54,0 %*
EBITDA	-	3,0	3,0	0,0	-2,5	-8,5	2,5	9,2
Marge		*21,0 %*	*21,4 %*	*-0,1 %*	*-16,5 %*	*-36,0 %*	*5,5 %*	*14,9 %*
EBIT	-	2,4	2,5	-0,6	-3,5	-9,7	1,3	8,0
Marge		*16,9 %*	*17,9 %*	*-4,6 %*	*-23,2 %*	*-41,1 %*	*2,9 %*	*13,0 %*
Nettoergebnis	-	3,3	1,5	-0,2	-1,5	-5,2	1,5	5,3
EPS	-	0,77	0,34	-0,04	-0,32	-1,07	0,30	1,10
EPS adj.	-	0,77	0,34	-0,04	-0,32	-1,07	0,30	1,10
DPS	0,0 %	0,20	0,26	0,10	0,10	0,00	0,10	0,10
Dividendenrendite		1,9 %	2,5 %	0,6 %	0,7 %	n.a.	0,9 %	0,9 %
FCFPS		0,94	0,36	0,46	-0,83	-1,22	0,33	1,21
FCF / Marktkap.		9,0 %	3,4 %	2,7 %	-6,1 %	-10,4 %	2,8 %	10,3 %
EV / Umsatz		2,4 x	2,4 x	5,0 x	3,5 x	2,2 x	1,1 x	0,7 x
EV / EBITDA		11,5 x	11,2 x	n.a.	n.a.	n.a.	19,7 x	4,8 x
EV / EBIT		14,3 x	13,4 x	n.a.	n.a.	n.a.	37,5 x	5,5 x
KGV		13,6 x	31,0 x	n.a.	n.a.	n.a.	39,0 x	10,6 x
KGV ber.		13,6 x	31,0 x	n.a.	n.a.	n.a.	39,0 x	10,6 x
FCF Potential Yield		10,9 %	5,4 %	0,3 %	-2,7 %	-9,5 %	4,6 %	14,9 %
Nettoverschuldung		-10,4	-11,6	-12,6	-11,5	-5,1	-6,7	-12,0
ROCE (NOPAT)		63,6 %	24,7 %	n.a.	n.a.	n.a.	13,9 %	n.a.
Guidance:		2023: Negatives EBITDA im hohes einstelligen Millionenbereich						

Analyst/-in
Felix Ellmann
fellmann@warburg-research.com
+49 40 309537-120

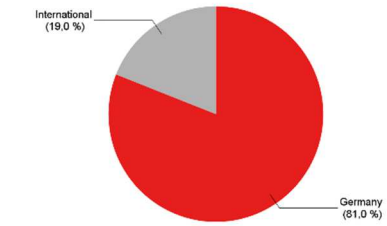
Bei diesem Dokument handelt es sich um eine Übersetzung ins Deutsche.
Datum und Uhrzeit beziehen sich auf die Veröffentlichung des Originals.

Entwicklung Umsatz
in Mio. EUR



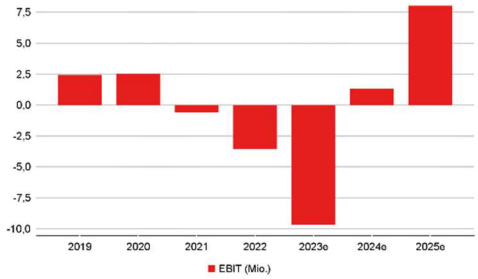
Quelle: Warburg Research

Umsatz nach Regionen
2024e; WRe; in %



Quelle: Warburg Research

Entwicklung EBIT
in Mio. EUR



Quelle: Warburg Research

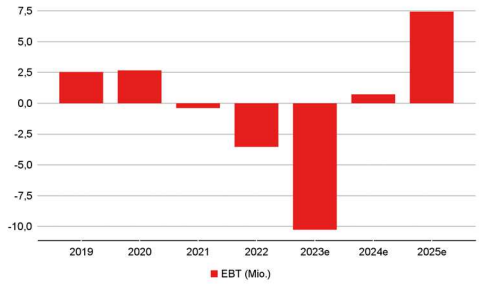
Unternehmenshintergrund

- Pferdewetten sind im Bereich der Online-Angebote für Wetten auf Pferderennen historisch gewachsen.
- Dies wurde nach und nach um Online-Sportwetten unter der bekannten Marke „sportwetten.de“ sowie Online-Casino-Angebote erweitert.
- Der bisher wichtigste strategische Schritt in der Unternehmensentwicklung erfolgte mit dem Einstieg in den Retail-Wettmarkt im Jahr 2022 mit der Eröffnung physischer Shops.

Wettbewerbsqualität

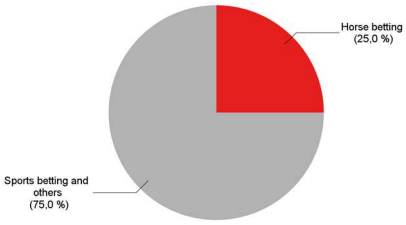
- Die pferdewetten.de AG verfügt über eine sehr gute Positionierung in dem Nischenmarkt für Pferdewetten und besitzt durch die eigene Buchmachersoftware über wertvolles Markt-Know-How und wichtige Lizenzen.
- Genehmigungen/Lizenzen eröffneten dem Unternehmen die Chance, auch im Sportwettenbereich und im Online Casino (insb. Marke “sportwetten.de”) tätig zu werden. Dies bildet eine wichtige Markteintrittsbarriere.
- Jahrzehntelange Erfahrung von wichtigen Akteuren im Management und Aktionärskreis bilden eine weitere wichtige strategische Grundlage - insbesondere seit dem forcierten Ausbau des Retail Geschäftes.

Entwicklung EBT
in Mio. EUR



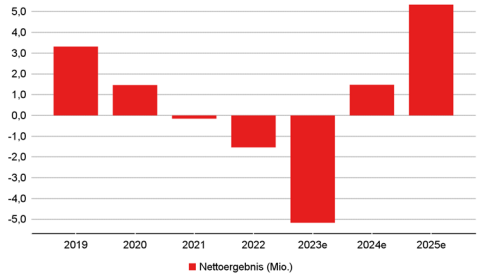
Quelle: Warburg Research

GGR nach segment
2024e; in %



Quelle: Warburg Research

Entwicklung Jahresüberschuss
in Mio. EUR



Quelle: Warburg Research

Zusammenfassung des Investment Case 4

Unternehmensüberblick 5

Wettbewerbsqualität 6

Exzellente Positionierung aus regulatorischer Sicht 6
Entwicklung der Glücksspielregulierung 6
Umgang mit regulatorischen Änderungen 6
Marke und Software 7
Omnichannel-Potenzial 8
Umfangreiche Managementerfahrung 8
Erfolgreiche Retail-Strategie 8

Wachstum/Finanzen 10

Entwicklung des Glücksspielmarktes 10
Szenarien für Wachstumserwartungen 11
Zusätzliches Aufwärtspotenzial durch Kapitalerhöhung 14

Bewertung 15

DCF-Modelle der Szenarien 15
Peergroup 17

Unternehmen & Produkte 19

Unternehmensprofil 19
Dienstleistungsangebot 20
Regionale Segmentierung 21
Standorte 22
Retail-Shops 23
Konzernstruktur 23
Managementteam 24
Aufsichtsrat 25
Aktionärsstruktur 25

Zusammenfassung des Investment Case

Investment-Trigger

- Die wahre Bedeutung des Retail-Segments ist den meisten Kapitalmarktteilnehmern nicht bekannt. Die ersten Zahlen aus dem Retail-Geschäft deuten auf eine hohe Profitabilität hin. Dass bis zum Ende des Jahrzehnts ein EBIT von mehr als EUR 30 Mio. möglich ist, wird vom Kapitalmarkt erst langsam erkannt.
- Jede Shop-Eröffnung, jeder Quartalsbericht könnte die Aktie von nun an näher an den Preis bringen, der das Potenzial dieses Segments repräsentiert.

Bewertung

- In einem Basisszenario liegt der faire Wert bei EUR 21 je Aktie.
- In einem Szenario, das sich an den Plänen des Unternehmens orientiert, liegt das prognostizierte Kursziel bei EUR 45.

Wachstum

- Das Unternehmen ist durch die Eröffnung neuer Shops auf Expansionskurs. Geplant ist eine Vervierfachung der Anzahl der Shops von rund 100 auf über 400.
- Warburg schätzt ein Umsatzwachstum (CAGR) von 59% p.a. bis 2025 und eine Endmarge von 17% bis 2027.
- Der Plan des Unternehmens sieht eine Umsatzsteigerung von 80% (CAGR) bis 2025 und eine Marge von 20% vor.

Wettbewerbsqualität

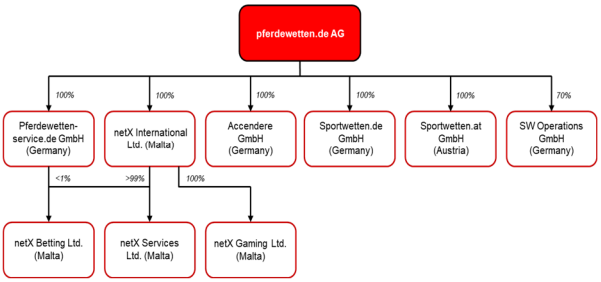
- Mit seinen Ursprüngen im Pferderennsport verfügt das Unternehmen heute über eine einzigartige Kombination spezifischer Wettbewerbsfaktoren.
- Rechtlicher Status: Da das Unternehmen bereits über die wesentlichen Genehmigungen zum Betrieb von Glücksspielen verfügt, ist es rechtlich ebenso gut aufgestellt wie die etablierten Wettbewerber. Neue Markteintritte sind praktisch unmöglich (umfangreiche Auflagen, erforderliche Lizenzen, Infrastruktur).
- Technische Infrastruktur: Das Unternehmen verfügt mit seiner proprietären Software und etablierten funktionalen Lösungen über eine solide technische Basis.
- Wettgeschäft: Das Unternehmen verfügt über ein eigenes Wettbuch und bringt jahrzehntelange Erfahrung mit.
- Die Marke „Sportwetten“ (sportwetten.de) hat einen hohen Wert.

Unternehmensüberblick

Pferdewetten.de

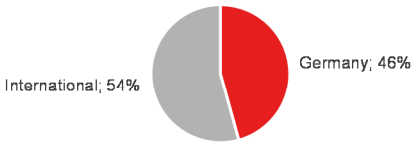
Pferdewetten.de AG, based in Duesseldorf, Germany, established in 1997, is a major player in the betting industry. Specializing in horse racing bets, it also offers sports betting through sportwetten.de. The company aims to attract a diverse customer base, both nationally and internationally, with its comprehensive range of services.

Structure



Segments	Horse Betting	Online Betting	Retail Betting
Focus	In horse betting, the company offers diverse options with fixed and variable odds across different countries.	The company markets bets on sports such as football, basketball, ice hockey (via sportwetten.de) and horse betting (via pferdewetten.de).	Traditional, in-person sports betting at physical locations such as betting shops or offices, providing an offline avenue for users to place their sports bets.
Revenue Q3/2023 by segments (in EUR m)	8.7	0.9	5.6
EBITDA 9m/2023 by segments	1.8	-2.0	-6.5
GGR (9m)	41.2		

Sales by region



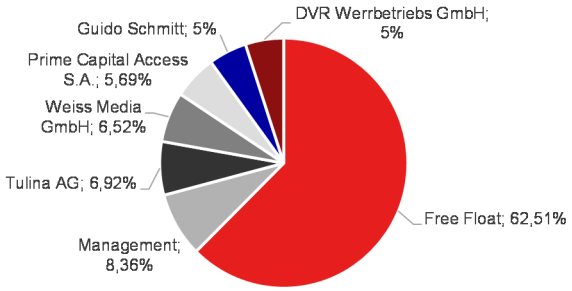
German competitors: Tipico, Tipwin, Bet3000

Retail shops prognostization

	2022	2023e	2024e	2025e	2026e
Warburg Research Scenario (WR)	10	108	220	280	340
Company plan (CP)	10	108	222	330	400
thereof own shops (WR)	0	3	30	45	56
thereof own shops (CP)	0	3	30	50	66

Biggest growth potentials: Own retail shops and also Online segment, Foreign expansion

Shareholder structure



Quelle: Warburg Research

Wettbewerbsqualität

- Aufgrund der langjährigen Tätigkeit in der Branche verfügt das Unternehmen bereits über die wichtigsten Lizenzen für den Betrieb von Sportwetten. Diese stellen eine erhebliche Markteintrittsbarriere dar.
- Das Unternehmen verfügt über eine eigene Infrastruktur (Technologie/Buchmacher für Wetten).
- Die eigene Marke („Sportwetten“, sportwetten.de) kann erfolgreich im Retail-Geschäft eingesetzt werden.

pferdewetten.de AG glänzt bei regulatorischer Compliance, Lizenzsicherung und Rechtsschutz

Exzellente Positionierung aus regulatorischer Sicht

Entwicklung der Glücksspielregulierung

Das Glücksspielrecht wurde in den letzten Jahren mehrfach geändert.

Der deutsche Glücksspielstaatsvertrag von **2007** wurde von der EU als Verstoß gegen die Dienstleistungsfreiheit kritisiert, was zu einem Vertragsverletzungsverfahren führte. Es wurden Änderungen vorgenommen, um ihn an die EU-Vorschriften anzupassen, aber einige Bedenken blieben bestehen, was zu Rechtsunsicherheit führte. Im Jahr **2014** gab die Europäische Kommission eine bahnbrechende Empfehlung zu den Grundsätzen des Online-Glücksspiels heraus. Die Situation spitzte sich **2016** zu, als der Europäische Gerichtshof eine Änderung des deutschen Staatsvertrags forderte. Im Jahr **2021** wurde der angepasste Staatsvertrag von der EU genehmigt, wodurch Deutschland einen Schritt in Richtung einer EU-kompatiblen Glücksspielregulierung gemacht hat.

Lizenzierungsanforderungen:

Die pferdewetten.de AG erfüllt alle gesetzlichen Voraussetzungen für die Erteilung von Glücksspiellizenzen. Um eine Lizenz zu erhalten, müssen folgende Kriterien erfüllt sein:

- Vollständige Transparenz der Eigentums- und Beteiligungsstruktur
- Zuverlässigkeit und Kompetenz
- Eigenkapital für langfristige Geschäftstätigkeit
- Transparenz des Vertriebsnetzes

Lizenzerteilung und allgemeine Bestimmungen:

Zusätzlich zu den spezifischen Anforderungen für die Erteilung von Lizenzen gibt es allgemeine Bestimmungen, die für die Erteilung von Lizenzen an Glücksspielanbieter gelten. Diese umfassen:

- Spieler- und Jugendschutz
- Vierteljährliche Datenlieferung
- Geldwäscheprävention

Die pferdewetten.de AG erfüllt nicht nur alle Kriterien für Lizenzen und allgemeine Bestimmungen, sondern auch **höchste Compliance- und Jugendschutzstandards**.

Umgang mit regulatorischen Änderungen

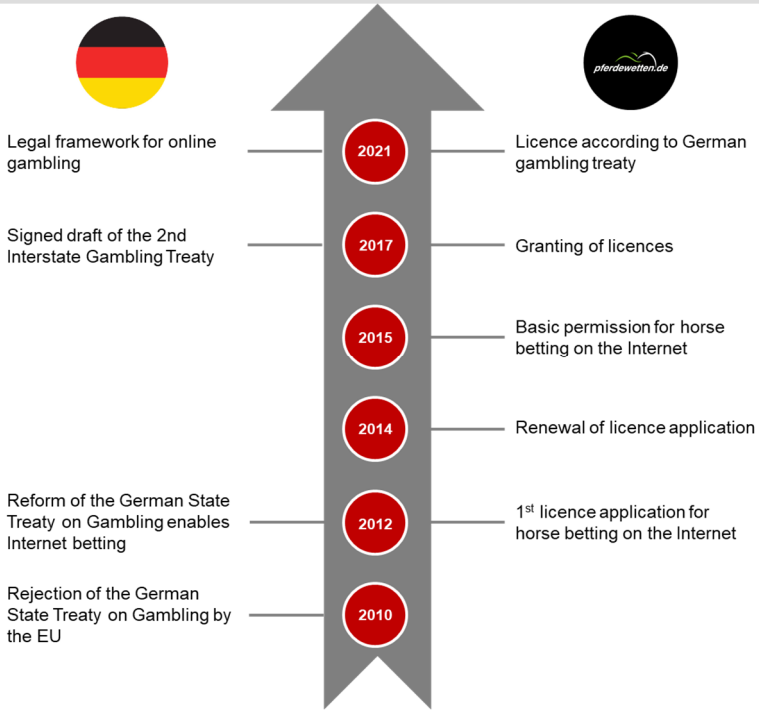
Track Record bei der Erfüllung regulatorischer Anforderungen

Die pferdewetten.de AG ist im deutschen Glücksspielmarkt gut aufgestellt, da sie für **alle ihre Aktivitäten deutsche Lizenzen besitzt**. Das Unternehmen steht in einem konstruktiven Dialog mit den Regulierungsbehörden und setzt sich für eine konsistente Regulierung ein. Der erste Lizenzantrag für die Veranstaltung und Vermittlung von Pferdewetten im Internet wurde 2012 gestellt. Nach einem erneuten Lizenzantrag im Jahr 2014 erhielt das Unternehmen 2017 die Basislizenz für Online-Pferdewetten, jedoch ohne

spezifische Lizenz. Im Jahr 2021 wurde schließlich die Lizenz nach dem Glücksspielstaatsvertrag erteilt, die die angebotenen Glücksspiele rechtlich absichert.

Laut einer Studie von Statista (*Größte Glücksspielmärkte in Europa 2020*) gehört Deutschland zu den drei führenden Ländern in Bezug auf die Bruttospielerträge. Nach einer früheren Studie von Statista (*Online-Anteil der Glücksspielmärkte nach Ländern in Europa 2019*) liegt Deutschland beim Online-Anteil am Glücksspielmarkt jedoch nur knapp unter den Top 20 in Europa. Dies unterstreicht das Potenzial, das die pferdewetten.de AG in dem neuen Online-Segment sieht.

Zeitleiste der Regulierungsanpassungen



Quelle: pferdewetten.de AG, Warburg Research

Marke und Software

Neben den rechtlichen Rahmenbedingungen stellen die Marke und die eigene Software Wettbewerbsvorteile dar.

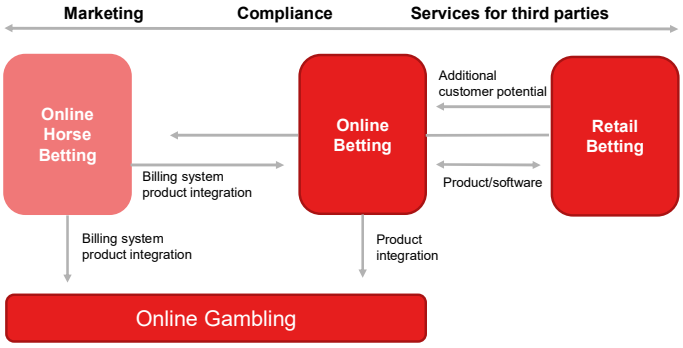
Marke: Im Jahr 2017 ist das Unternehmen wieder in das Sportwettengeschäft eingestiegen, nachdem die Profitabilität im ehemaligen Kerngeschäft Pferdewetten erfolgreich wiederhergestellt werden konnte. Ein wichtiges Asset aus der Vergangenheit ist die Marke „sportwetten.de“. Diese Marke soll vor allem bei der Retail-Expansion eine zentrale Rolle spielen. Die beiden Dimensionen der Wertschöpfung, online und stationär, können sich gegenseitig ergänzen und eine symbiotische Beziehung fördern.

Software und Infrastruktur: Mit Beginn des Jahres 2021 hat das Unternehmen eine bedeutende Veränderung vollzogen, indem es seine Sportwettensoftware auf eine Eigenentwicklung umgestellt hat. Für diese Softwareentwicklungsinitiative wurden bisher beträchtliche Investitionen in Höhe von rund EUR 3,55 Mio. getätigt. Mit einem engagierten Team von Buchmachern und dem Einsatz einer eigenen Software verfügt das Unternehmen nun über eine höchst effiziente Infrastruktur. Mit diesem strategischen Schritt positioniert sich das Unternehmen für eine optimale Skalierbarkeit, insbesondere im Hinblick auf die Eröffnung von Retail-Shops.

Omnichannel-Potenzial

Mit dem rechtlichen Rahmen, der Marke, der Software und der Infrastruktur besteht die Möglichkeit, das Geschäftsmodell vom ursprünglichen Geschäft (Pferdewetten) auf Online-Wetten und Online-Glücksspiele sowie Retail-Wetten auszuweiten. Auch Dienstleistungen für Dritte sind möglich.

Omnichannel-Potenzial



Quelle: Warburg Research

Diese Angebote sind seit der zweiten Jahreshälfte 2023 in Planung: Start in Dänemark mit dem Joint Venture „Jackpotbet.dk“, Start als Dienstleister unter der Marke „PLATIN/RACE“ für regulierte Anbieter in Europa, Afrika und Lateinamerika, Beginn der internationalen Expansion des Sportwetten-Retail-Geschäfts nach Österreich und in ausgewählte afrikanische Märkte.

Umfangreiche Managementerfahrung

Die pferdewetten.de AG bringt viel Management-Know-how und ein Führungsteam mit, das über langjährige Branchenkenntnisse und Erfolge verfügt. An der Spitze steht Pierre Hofer, der seit 2010 als Vorstand tätig ist. Hofers Verbindung zum Pferderennsport reicht bis in seine Kindheit zurück und ist durch die Familie geprägt. Seine berufliche Laufbahn begann er als PR- und Marketingleiter beim Düsseldorfer Rennverein von 1844 e.V. Im Laufe der Jahre bekleidete er mehrere Führungspositionen in verschiedenen Unternehmen der Wettbranche.

Eine weitere Schlüsselfigur im Unternehmen ist Marco Sunderbrink, der seit 2010 als Geschäftsführer tätig ist. Als geprüfter Buchmacher bringt Sunderbrink umfassende Branchenkenntnisse mit. In seiner beruflichen Laufbahn war er unter anderem als Prokurist, Vertriebsleiter und kaufmännischer Leiter bei der WAZ-Gruppe tätig.

Die Kontrolle der Gesellschaft erfolgt durch das Aufsichtsratsmitglied Jochen Dickinger. Er ist einer von vier Personen, die dieses Amt bekleiden und ist bekannt als Mitbegründer von bet-at-home.com, einer der erfolgreichsten Geschichten der Wettbranche an der Börse. Mit seiner Präsenz im Aufsichtsrat verleiht er der pferdewetten.de AG eine strategische Dimension, die auf seinen Erfahrungen und Erfolgen in der Branche aufbaut.

Erfolgreiche Retail-Strategie

Mit dem jüngsten Expansionsupdate setzt die Pferdewetten.de AG ihre Retail-Strategie um und konzentriert sich auf die Expansion ihrer Retail-Shops gegen etablierte Wettbewerber. Ende September verfügte das Unternehmen nach eigenen Angaben über 83 Standorte, obwohl es aufgrund von Verzögerungen im Genehmigungsverfahren Herausforderungen gab, die zu einer Verschiebung von Umsatz und Ergebnis führten. Das Expansionstempo hat sich um etwa 12 Monate verzögert, sodass die Ergebnisprognosen für 2023 angepasst werden mussten. Seit April 2023 hat die Dynamik jedoch deutlich zugenommen. Das Unternehmen ist auf dem besten Weg, sein Expansionsziel für 2023 zu erreichen, und betreibt derzeit 94 aktive Shops. Im Juni 2023 erwarb das Unternehmen erfolgreich die ersten drei Shops für sein eigenes Portfolio. Die übrigen werden im Rahmen des Franchisesystems betrieben. Das Unternehmen rechnet mit dem Erreichen der Gewinnschwelle im Jahr 2024 und einem anschließenden deutlichen Ergebniswachstum.

Eine wesentliche Stärke des Unternehmens ist die Abwerbung von Shop-Betreibern aus Franchise-Systemen der Konkurrenz. Die Pferdewetten.de AG bietet äußerst wettbewerbsfähige Angebote auf individueller Basis an und nutzt dabei ihre eigene hochmoderne Technologie, eigene Buchmacher, eine starke Marke („sportwetten.de“) und jahrzehntelange Erfahrung in der Branche. Darüber hinaus profitiert das Unternehmen teilweise von regulatorischen Beschränkungen, die führende Wettbewerber einschränken, wie z.B. Abstandsregelungen.

Diese Strategie bringt auch starke Nebeneffekte mit sich, darunter eine stärkere Kundenbindung für die Gruppe, die durch eine Kundenkarte erleichtert wird, mit der sowohl in den Geschäften als auch online gewettet werden kann, wobei es in den Geschäften keine Wettlimits gibt, was tendenziell High-Roller anzieht. Das Marketingkonzept des Unternehmens betont: „The street supports the brand“.

Darüber hinaus können Synergieeffekte erzielt werden, wenn Pferderennwetten auf die Retail-Shops ausgeweitet werden. Das Unternehmen prüft das Potenzial für zusätzliche Dienstleistungen für Dritte innerhalb der Shops, wodurch sich neue Umsatz- und Kooperationsmöglichkeiten ergeben. Insgesamt stützt sich die Retail-Strategie der Pferdewetten.de AG auf eine Kombination aus technologischem Know-how, Markenstärke und tiefem Marktverständnis, die das Unternehmen für einen nachhaltigen Erfolg bei der Gewinnung von Shops bestehender Wettbewerber positioniert.

Wachstum/Finanzen

- Entscheidend für die weitere Entwicklung ist der Bereich Retail (stationäre Geschäfte). Dabei tritt das alte Geschäft immer mehr in den Hintergrund. Die Eröffnung neuer Shops nimmt trotz komplexer Genehmigungsverfahren stark zu.
- Je nach weiterem Szenario ergeben sich unterschiedliche aktive Wachstumspfade.
- Im Folgenden werden zwei Szenarien dargestellt. Das eine ist die vom Unternehmen geplante Wachstumskurve für Neueröffnungen und allgemeine Daten pro Shop. Das andere ist unser vorsichtigeres Modell mit weniger Neueröffnungen und niedrigeren Rahmendaten pro Shop (WRe).

Offline-Glücksspiel bleibt wichtigster Sektor

Basis für die Aktivitäten von pferdewetten.de ist das robuste Marktwachstum und die Struktur: Das wichtigste Segment wird in Zukunft die Offline-Sportwette sein. Derzeit gibt es in Deutschland rund 2.700 Wettshops (davon 1.150 Tipico, 400 Tipwin, 300 Bet3000, Rest Sonstige). Der Markt verzeichnet ein robustes Wachstum und verliert nur sehr langsam Marktanteile an die Online-Wetten.

Optimistischer Ausblick für den Glücksspielmarkt

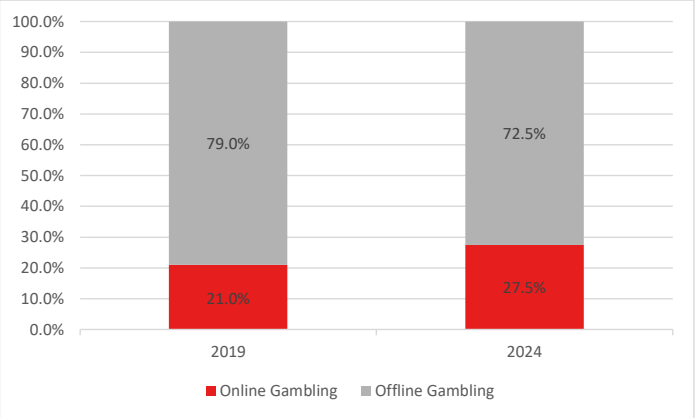
Entwicklung des Glücksspielmarktes

Der Erfolg der pferdewetten.de AG hängt von der Marktsituation im Glücksspielbereich ab. Ein Vorteil für das Unternehmen ist die **Übernahme von Marktanteilen staatlicher Wettanbieter durch private Wettanbieter**. Staatliche Wettanbieter, wie z.B. Oddset, haben im Laufe der Zeit stetig Marktanteile verloren, was Unternehmen wie die pferdewetten.de AG begünstigt.

Darüber hinaus haben die Online-Wetten Marktanteile gewonnen und stellen das umsatzstärkste Segment des Unternehmens dar. Somit profitiert das Unternehmen in zweifacher Hinsicht – zum einen von den Marktanteilsgewinnen der privaten Wettanbieter und zum anderen vom Wachstum des Online-Wettmarktes. Die Goldmedia GmbH prognostiziert einen **Anstieg des Online-Wettanteils** von 21% im Jahr 2019 auf 27,5% im Jahr 2024.

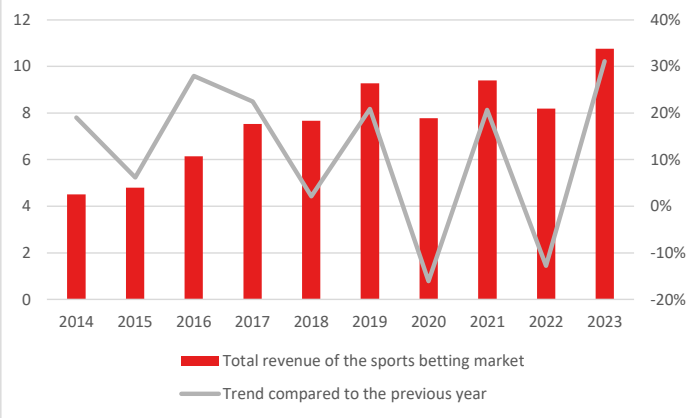
Das Unternehmen befindet sich hinsichtlich des Marktvolumens in einem günstigen Umfeld. Der Sportwettenmarkt in Deutschland hatte **im Jahr 2023** ein **Volumen von mehr als EUR 10 Mrd.** und befindet sich in einem langfristigen Aufwärtstrend. Für den Zeitraum nach 2023 wird eine **durchschnittliche jährliche Wachstumsrate (CAGR) von 4,6%** erwartet, was auf ein robustes Wachstum hindeutet.

Vergleich von Online- und Offline-Glücksspielen



Quelle: Goldmedia GmbH, Warburg Research

Sportwettenmarkt in Deutschland: Gesamtumsatz in Mrd. EUR und Entwicklung ggü. Vj.



Quelle: Deutscher Sportwettenverband, Warburg Research

Neben den Online-Sportwetten und der internationalen Expansion gilt das Online-Casino als zukunftsträchtiges Geschäftsfeld des Unternehmens. Im November 2023 befand sich das Online-Casino noch in der Aufbauphase. Seit 2021 ist das Unternehmen im Besitz einer Online-Casino-Lizenz und investiert in den wachsenden Online-Casino-Markt. Die Prognosen zeigen ein **nachhaltiges Wachstum** des Online-Casino-Marktes **von EUR 1,79 Mrd. im Jahr 2023 auf EUR 2,49 Mrd. im Jahr 2028**. Dieses Wachstum basiert unter anderem auf dem Nutzerverhalten. So nutzen 65% der Online-Casinospieler ihr Smartphone, gleichzeitig nutzen zwei Drittel der Spieler auch stationäre Angebote. Daraus könnten sich Synergien ergeben, die für das Unternehmen von Vorteil sein könnten.

Szenarien für Wachstumserwartungen

Das mit Abstand größte Wachstumspotenzial ergibt sich aus der Retail-Strategie: Die Wachstumserwartungen für das Unternehmen werden im Folgenden auf zwei Arten modelliert. Im Kern basiert die Studie auf den bisherigen Umsatz- und Ergebniserwartungen (WRe, "Basic Assumptions"). Diese werden nach Bereichen aufgeschlüsselt und beschrieben. Kern der Wachstumserwartungen ist eine Prognose für die einzelnen Bereiche. Der für die Bewertung des Unternehmens wichtigste Bereich ist das Retail-Geschäft (in der Regel von Wettbewerbern übernommene stationäre Geschäfte). Dieses wird mit zwei wesentlichen Vektoren modelliert:

- **Anzahl der eröffneten Shops (eigene und Franchise)**
- **Wirtschaftlicher Erfolg der Shops (Umsatz und EBIT)**

Wirtschaftliche Aspekte von Franchise- und eigenen Shops (Beispiele)

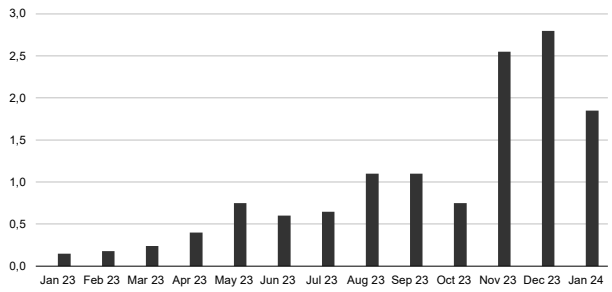
Franchise-Shop	
GGR (Year)	1,200,000
Margin	22,5 %
Revenue (NGR)	270,000
Share pw.de	20 %
Earnings pw.de	54,000

Own Shop	
GGR (Year)	1,200,000
Revenue (NGR)	270,000
Operating costs of old operator	174,000
Operating costs pw.de after takeover	120,000
EBIT old operator	96,000
EBIT pw.de after takeover	150,000

Quelle: Warburg Research

Das wichtigste Unterscheidungskriterium zwischen dem Modell (WRe, "Basic Assumptions") und der unternehmenseigenen Prognose (wir modellieren hier "Optimistic Assumptions" auf Basis von Eckdaten der Unternehmensplanung) ist die Anzahl der eröffneten/übernommenen Shops.

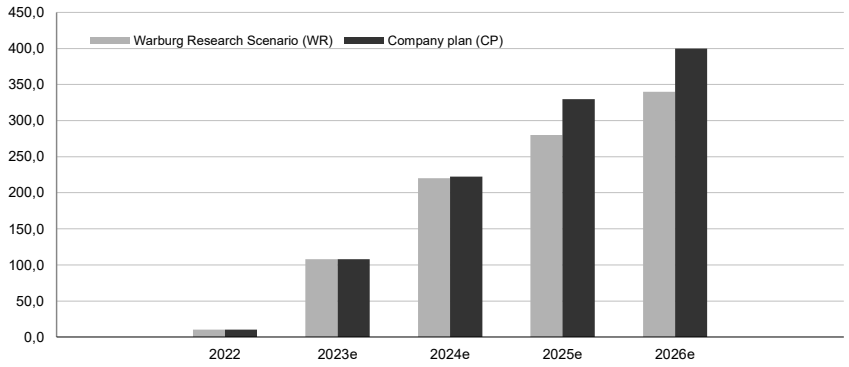
Beeindruckende erste Ergebnisse / Retail-Umsatz pro Monat



Quelle: Warburg Research, Trend Januar 2024 **nicht repräsentativ** (Bundesliga-Winterpause)

Die Zahl der Shops hat nach einem starken Aufschwung das Planungsstadium erreicht. Die Eröffnung neuer Shops hat im Jahr 2023 deutlich an Dynamik gewonnen. Das Jahr 2023 war das letzte Jahr mit Verlusten, für 2024 wird ein ausgeglichenes Ergebnis erwartet, danach wird in beiden Szenarien ein deutliches Ergebniswachstum prognostiziert.

Anzahl der Shops



	2022	2023e	2024e	2025e	2026e
Warburg Research Scenario (WR)	10	108	220	280	340
Company plan (CP)	10	108	222	330	400
thereof own shops (WR)	0	3	30	45	56
thereof own shops (CP)	0	3	30	50	66

Quelle: Warburg Research

Die Unternehmensplanung geht auch von höheren Umsätzen pro Shop aus (siehe Tabelle). Der Hauptunterschied liegt jedoch in der Prognose der Profitabilität. Während unsere Prognose von einem schrittweisen Erreichen der Gewinnschwelle der Sparte im Jahr 2024 ausgeht, geht die Unternehmensplanung von einer Profitabilität der Sparte ab dem 120. Shop (Jahresdurchschnitt) aus. Ab diesem Zeitpunkt wird in der Unternehmensplanung die volle zusätzliche Profitabilität pro Shop unterstellt. Die folgende Tabelle gibt einen Überblick über die verschiedenen Annahmen:

Wesentliche Planungsparameter

Assumptions/scenario	**Basic (WRe)**	**Optimistic ("company")**
Number of shops:	see graph	see graph
Avg. sales per shop (after opening phase)	200k	270k
EBIT per shop	reached after 180 shops	reached after 140 shops
own	150k	150k
franchise	54k	54k
EBIT-Margin		
2026	16%	18%
target / 2027	17%	20%
CAGR Sales 2022-2025	59%	80%
CAGR Sales 2026-2035	7%	8%

Quelle: Warburg Research

Die folgende Tabelle zeigt die verschiedenen Annahmen:

- Die **Pferdewetten** basieren auf historischen Zahlen, die zu normalen Margen zurückkehren. Gleiche Annahmen in beiden Szenarien.
- **Online-Sektor –** Im optimistischen Szenario wird auch im Online-Wettsektor ein etwas höheres Tempo angenommen.
- **Sonstige (neu) –** Das Neugeschäft kommt in beiden Segmenten nur langsam in Schwung und wird erst nach dem Planungszeitraum ergebniswirksam. Projekte für das zweite Halbjahr 2023: Gründung des Joint Ventures „Jackpotbet.dk“ in Dänemark. Service Provider unter der Marke „PLATIN/RACE“ für regulierte Veranstalter in Europa, Afrika und Lateinamerika. Beginn der globalen Expansion des Sportwettengeschäfts in Österreich und sorgfältig ausgewählten Märkten in Afrika) – gleiche Annahmen in beiden Szenarien.
- **Retail-Geschäft** – Der Hauptunterschied liegt im Retail-Bereich (Anzahl der Shops und Breakeven-Schwelle). Im Basisszenario/optimistischen Szenario trägt jeder Shop über 200/120 Einheiten zur Profitabilität bei, wie oben dargestellt.

Grundlegende Annahmen Basisszenario (WRe)

Basic scenario (WRe)

in EUR m	2021	2022	9m/2023	2023e	2024e	2025e	2026e	Comment
Sales	**12,7**	**15,3**	15,1	**23,5**	**46,0**	**62,0**	**70,1**	
thereof Horse	12,3	14,3	8,7	10,2	11,6	10,0	5,2	Moderate growth
thereof Online	0,4	0,8	0,9	1,0	1,5	1,7	1,9	Moderate growth
thereof Others (new)	0,0	0,0	0,0	0,0	0,1	0,3	1,0	Establishing small business
thereof Retail	0,0	0,3	5,6	12,3	32,8	50,0	62,0	Revenue based on opened shops
EBIT	**-0,6**	**-3,5**	-8,3	**-9,7**	**1,3**	**8,0**	**11,4**	
thereof Horse	4,5	4,2	1,3	1,5	3,5	3,0	1,5	Return to historic profitability (30-40%)
thereof Online	-4,8	-3,4	-2,0	-1,5	-1,0	0,0	0,5	Reach of sector profitability in 2026
thereof Others (new)	0,0	0,0	0,0	-1,0	-1,0	-1,0	0,0	initial losses, long-term 15% profitability assumed
thereof Retail	0,0	-4,2	-7,1	-9,7	-1,2	5,0	9,4	Reaching profitability in 2025
EBIT extraord. Effects	-0,2	-0,2	-0,5	0	0	0	0	
Planning of the Retail segment								
Shops								
per year end	0	10	83	108	220	280	340	WRe planning of slowly opened shops
average	0	3	43	61	164	250	310	
Thereof:								
Franchise shops	0	3	43	58	134	205	254	82% franchise shops
Sales		0,3	5,6	11,7	26,8	41,0	50,8	
Sales per Shop		0,09	0,13	0,20	0,20	0,20	0,20	reaching 0.2m after opening phase
Own shops		0	0	3	30	45	56	Target: 18% own shops
Sales		0,0	0,0	0,6	6,0	9,0	11,2	
Sales per Shop		0,00	0,00	0,20	0,20	0,20	0,20	reaching 0.2m after opening phase
Shops "in profitability"						70	130	Shops (average per year) above 180
Thereof:								
Franchise						57	107	
EBIT per shop						0,05	0,05	
EBIT						3,1	5,8	
Own						13	23	
EBIT per shop						0,15	0,15	
EBIT						1,9	3,5	

Quelle: Warburg Research

Grundlegende Annahmen Optimistisches Szenario (basierend auf Unternehmenskennzahlen)

Optimistic scenario

in EUR m	2021	2022	9m/2023	2023e	2024e	2025e	2026e	
Sales	**12,7**	**15,3**	15,1	**23,5**	**46,7**	**88,8**	**112,7**	
thereof Horse	12,3	14,3	8,7	10,2	11,6	10,0	5,2	Moderate growth
thereof Online	0,4	0,8	0,9	1,0	2,0	4,0	8,0	Revenue to double per year
thereof Others (new)	0,0	0,0	0,0	0,0	0,1	0,3	1,0	Establishing small business
thereof Retail	0,0	0,3	5,6	12,3	33,0	74,5	98,6	Revenue based on opened shops
EBIT	**-0,6**	**-3,5**	-8,3	**-10,7**	**3,3**	**11,7**	**18,5**	
thereof Horse	4,5	4,2	1,3	1,5	3,5	3,0	1,5	Return to historic profitability (30-40%)
thereof Online	-4,8	-3,4	-2,0	-1,5	-1,0	0,0	0,9	Reach of sector profitability in 2026 (11%)
thereof Others (new)	0,0	0,0	0,0	-1,0	-1,0	-1,0	0,0	initial losses, long-term 15% profitability assumed
thereof Retail	0,0	-4,2	-7,1	-9,7	1,8	9,7	16,0	Reaching profitability >140 shops (avg.)
EBIT extraord. Effects	-0,2	-0,2	-0,5	0,0	0,0	0,0	0,0	
Planning of the Retail segment								
Shops								
per year end	0	10	83	108	222	330	400	Company planning of opened shops
average		3	43	61	165	276	365	
Thereof:								
Franchise shops	0	3	43	58	135	226	299	82% franchise
Sales		0,3	5,6	11,7	27,0	61,0	80,7	
Sales per Shop		0,09	0,13	0,20	0,2	0,27	0,27	reaching 0.27m after opening phase
Own shops		0	0	3	30	50	66	Target: 18% own shops
Sales		0,0	0	0,6	6,0	13,5	17,8	
Sales per Shop		0,00	0	0,20	0,20	0,27	0,27	reaching 0.27m after opening phase
Shops "in profitability"					25	136	225	Shops (average per year) above 140
Thereof:								
Franchise					21	112	185	
EBIT per shop					0,05	0,05	0,05	
EBIT					1,1	6,0	10,0	
Own					5	24	41	
EBIT per shop					0,15	0,15	0,15	
EBIT					0,7	3,7	6,1	

Quelle: Warburg Research

Zusätzliches Aufwärtspotenzial durch Kapitalerhöhung

Zusätzliches Potenzial über die in dieser Studie skizzierten Szenarien hinaus bietet die am 26. Januar 2024 angekündigte weitere Kapitalerhöhung. Das Management plant die Ausgabe von bis zu 0,76 Mio. Aktien zu je EUR 10,50, was einem Volumen von EUR 8 Mio. entspricht.

Ziel ist es, den Anteil der Shops im Portfolio der Gesellschaft weiter zu erhöhen und damit die Profitabilität zu steigern. Die Kapitalerhöhung wird in dieser Studie noch nicht explizit berücksichtigt, da die Platzierung noch nicht abgeschlossen ist. Generell ergeben sich aus Kapitalerhöhungen **vielfältige Arbitragemöglichkeiten**.

Stationäre Wettbüros können in der Regel mit einem Multiplikator von etwa 5x oder 6x bezogen auf die Gesamteinnahmen des Konzerns übernommen werden. Dies ist in der Regel deutlich weniger als die Kapitalbeschaffung auf dem Kapitalmarkt kostet.

Auch eine mögliche **Anleihefinanzierung** ist als Szenario in Betracht zu ziehen. Wie bereits angekündigt, prüft das Unternehmen die Möglichkeit einer „Nordic Bond"-Anleihe zur Finanzierung des Erwerbs der restlichen 70% der 25 Shops (Nordic Bonds sind eine spezielle Form von Unternehmensanleihen, die in den skandinavischen Ländern an Bedeutung gewonnen haben und Hochzinsanleihen mit einfacheren Dokumentationsanforderungen ähneln). Die Anzahlung von EUR 6,3 Mio. wird durch die Kapitalerhöhung finanziert. Wenn dieses Szenario der vollständigen Akquisition im Jahr 2024 eintritt, wird dies verschiedene Auswirkungen haben: Natürlich wird es ein Ergebnis nach Umsatzanteilen (20%) ähnlich wie bei einem Franchise für die 30% Anzahlung (regulärer Shop) geben. Durch den Anteil von 30% wird fast sofort ein „30% pro forma EBITDA" ausgewiesen. Mit der geplanten Erhöhung des Anteils auf über 50% wird es zu einer Konsolidierung der Zahlen kommen, was zu einem deutlichen Anstieg des EBITDA führen wird.

Bewertung

- Die Bewertung des Basisszenarios (WRe) führt zu einem attraktiven DCF-Wert je Aktie von EUR 21.
- Das optimistische Szenario (Unternehmen) führt zu einem DCF-Wert je Aktie von EUR 45.
- Insgesamt ist das Risiko-Ertrags-Profil sehr attraktiv.

Retail ist eine große Chance für die Bewertung

DCF-Modelle der Szenarien

Wie im vorangegangenen Abschnitt zu den Umsatz- und Ergebniserwartungen erläutert, gibt es zwei Szenarien.

Das eine ist das Basisszenario (WRe), das die bestehenden Umsatz- und Ergebnisprognosen umfasst. Das andere ist ein optimistisches Szenario, das als zentrale Annahme das vom Unternehmen geplante Tempo der Shop-Eröffnungen einbezieht. Gleichzeitig berücksichtigt das zweite Szenario, wie im vorigen Abschnitt beschrieben, auch die vom Unternehmen erwarteten Umsatz- und Ergebnisparameter pro Shop, während das Basisszenario von niedrigeren Werten ausgeht. Die in den Discounted Cash Flow (DCF)-Modellen verwendeten Werte unterscheiden sich daher wie folgt:

Wesentliche Planungs- und DCF-Parameter

Assumptions/scenario	**Basic (WRe)**	**Optimistic ("company")**
Number of shops:	see graph	see graph
Avg. sales per shop (after opening phase)	200k	270k
EBIT per shop	reached after 180 shops	reached after 140 shops
own	150k	150k
franchise	54k	54k
EBIT-Margin		
2026	16%	18%
target / 2027	17%	20%
CAGR Sales 2022-2025	59%	80%
CAGR Sales 2026-2035	7%	8%
BETA	1,50	1,50
WACC	11%	11%
Fair Value	**20,69**	**44,76**

Quelle: Warburg Research

Das Modell berücksichtigt die im Jahr 2022 begebene Wandelanleihe mit einem Volumen von EUR 8 Mio. als Fremdkapital. Ein Verwässerungseffekt durch die zu EUR 12,50 (640.000/13%) wandelbaren Aktien wird nicht berücksichtigt, da auch diese Wandlung die Risikoaufschläge in vergleichbarem Umfang reduzieren würde, was zu einem vernachlässigbaren Nettoeffekt führt.

Im Folgenden werden beide Modelle im Detail dargestellt:

Basisszenario

DCF model - pferdewetten.de AG

	Detailed forecast period			Transitional period										Term. Value
Figures in EUR m	**2023e**	**2024e**	**2025e**	**2026e**	**2027e**	**2028e**	**2029e**	**2030e**	**2031e**	**2032e**	**2033e**	**2034e**	**2035e**	
Sales	23.5	46.0	62.0	70.1	76.4	83.2	89.9	97.1	103.9	110.1	115.6	120.2	123.9	
Sales change	*53.3 %*	*95.7 %*	*34.8 %*	*13.0 %*	*9.0 %*	*9.0 %*	*8.0 %*	*8.0 %*	*7.0 %*	*6.0 %*	*5.0 %*	*4.0 %*	*3.0 %*	*2.0 %*
EBIT	-9.7	1.3	8.0	11.4	12.6	13.7	15.3	16.5	17.7	18.7	19.7	20.4	21.1	
EBIT-margin	*-41.1 %*	*2.9 %*	*13.0 %*	*16.3 %*	*16.5 %*	*16.5 %*	*17.0 %*	*17.0 %*	*17.0 %*	*17.0 %*	*17.0 %*	*17.0 %*	*17.0 %*	
Tax rate (EBT)	*20.0 %*	*20.0 %*	*20.0 %*	*20.0 %*	*20.0 %*	*20.0 %*	*20.0 %*	*20.0 %*	*20.0 %*	*20.0 %*	*20.0 %*	*20.0 %*	*20.0 %*	
NOPAT	-7.7	1.1	6.4	9.1	10.1	11.0	12.2	13.2	14.1	15.0	15.7	16.4	16.8	
Depreciation	1.2	1.2	1.2	1.8	1.9	2.1	2.2	2.4	2.6	2.8	2.9	3.0	3.1	
in % of Sales	*5.1 %*	*2.6 %*	*1.9 %*	*2.5 %*	*2.5 %*	*2.5 %*	*2.5 %*	*2.5 %*	*2.5 %*	*2.5 %*	*2.5 %*	*2.5 %*	*2.5 %*	
Change in provisions	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	
Change in liquidity from														
- Working Capital	-0.2	-0.5	-0.4	0.4	0.4	0.3	0.2	0.2	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	
- Capex	0.6	0.6	0.6	1.8	1.9	2.1	2.2	2.4	2.6	2.8	2.9	3.0	3.1	
Capex in % of Sales	*2.6 %*	*1.3 %*	*1.0 %*	*2.5 %*	*2.5 %*	*2.5 %*	*2.5 %*	*2.5 %*	*2.5 %*	*2.5 %*	*2.5 %*	*2.5 %*	*2.5 %*	
Other	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	
Free Cash Flow (WACC-model)	-6.9	2.2	7.4	8.7	9.7	10.7	12.0	13.0	14.0	14.9	15.6	16.3	16.8	
PV of FCF	-7.1	2.0	6.2	6.5	6.5	6.5	6.5	6.4	6.2	5.9	5.6	5.3	4.9	55.3
share of PVs	0.9 %			51.7 %										47.4 %

Model parameter

Derivation of WACC:		Derivation of Beta:	
Debt ratio	0.0 %	Financial Strength	1.50
Cost of debt	5.0 %	Liquidity	1.50
Market return	8.3 %	Cyclicality	1.50
Risk free rate	2.8 %	Transparency	1.50
Risk premium	5.5 %	Others	1.50
Cost of equity	11.0 %		
WACC	**11.00 %**	**Beta**	**1.50**

Valuation (m)

Present values until 2035e	61.4		
Terminal Value	55.3		
Financial liabilities	0.0		
Pension liabilities	0.0		
Hybrid capital	0.0		
Minority interest	15.0		
Market val. of investments	0.0		
Liquidity	11.5	No. of shares (m)	5.5
Equity Value	**113.2**	**Value per share (EUR)**	**20.69**

Sensitivity Value per share (EUR)

		Terminal Growth							Delta EBIT-margin						
Beta	(WACC)	1.25 %	1.50 %	1.75 %	**2.00 %**	2.25 %	2.50 %	2.75 %	-1.50 pp	-1.00 pp	-0.50 pp	**0.0**	0.50 pp	1.00 pp	1.50 pp
1.68	(12.0 %)	17.50	17.68	17.87	18.07	18.28	18.50	18.73	16.14	16.78	17.43	18.07	18.71	19.35	19.99
1.59	(11.5 %)	18.64	18.85	19.07	19.31	19.55	19.81	20.09	17.27	17.95	18.63	19.31	19.99	20.66	21.34
1.55	(11.3 %)	19.26	19.49	19.73	19.98	20.25	20.53	20.82	17.88	18.58	19.28	19.98	20.68	21.38	22.07
1.50	(11.0 %)	19.91	20.16	20.42	**20.69**	20.98	21.28	21.61	18.53	19.25	19.97	**20.69**	21.41	22.13	22.85
1.45	(10.8 %)	20.60	20.86	21.15	21.44	21.76	22.09	22.44	19.22	19.96	20.70	21.44	22.18	22.93	23.67
1.41	(10.5 %)	21.32	21.61	21.92	22.24	22.58	22.95	23.33	19.94	20.71	21.47	22.24	23.01	23.77	24.54
1.32	(10.0 %)	22.91	23.25	23.61	23.99	24.40	24.84	25.30	21.54	22.36	23.17	23.99	24.81	25.63	26.44

Quelle: Warburg Research

Optimistisches Szenario

DCF model - pferdewetten.de AG

	Detailed forecast period			Transitional period										Term. Value
Figures in EUR m	**2023e**	**2024e**	**2025e**	**2026e**	**2027e**	**2028e**	**2029e**	**2030e**	**2031e**	**2032e**	**2033e**	**2034e**	**2035e**	
Sales	23.5	46.7	88.8	112.7	136.4	148.7	160.5	173.4	185.5	196.7	206.5	214.8	221.2	
Sales change	*53.3 %*	*98.7 %*	*90.2 %*	*26.9 %*	*21.0 %*	*9.0 %*	*8.0 %*	*8.0 %*	*7.0 %*	*6.0 %*	*5.0 %*	*4.0 %*	*3.0 %*	*2.0 %*
EBIT	-10.7	3.3	11.7	18.5	27.3	29.7	32.1	34.7	37.1	39.3	41.3	43.0	44.2	
EBIT-margin	*-45.4 %*	*7.0 %*	*13.2 %*	*16.4 %*	*20.0 %*	*20.0 %*	*20.0 %*	*20.0 %*	*20.0 %*	*20.0 %*	*20.0 %*	*20.0 %*	*20.0 %*	
Tax rate (EBT)	*20.0 %*	*20.0 %*	*20.0 %*	*20.0 %*	*20.0 %*	*20.0 %*	*20.0 %*	*20.0 %*	*20.0 %*	*20.0 %*	*20.0 %*	*20.0 %*	*20.0 %*	
NOPAT	-8.5	2.6	9.4	14.8	21.8	23.8	25.7	27.7	29.7	31.5	33.0	34.4	35.4	
Depreciation	2.2	1.9	2.2	2.8	3.4	3.7	4.0	4.3	4.6	4.9	5.2	5.4	5.5	
in % of Sales	*9.4 %*	*4.0 %*	*2.5 %*	*2.5 %*	*2.5 %*	*2.5 %*	*2.5 %*	*2.5 %*	*2.5 %*	*2.5 %*	*2.5 %*	*2.5 %*	*2.5 %*	
Change in provisions	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	
Change in liquidity from														
- Working Capital	-0.2	-0.5	-0.4	0.3	0.4	0.4	0.3	0.3	0.2	0.2	0.1	0.1	0.1	
- Capex	0.6	0.6	0.6	2.8	3.4	3.7	4.0	4.3	4.6	4.9	5.2	5.4	5.5	
Capex in % of Sales	*2.6 %*	*1.3 %*	*0.7 %*	*2.5 %*	*2.5 %*	*2.5 %*	*2.5 %*	*2.5 %*	*2.5 %*	*2.5 %*	*2.5 %*	*2.5 %*	*2.5 %*	
Other	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	
Free Cash Flow (WACC-model)	-6.7	4.4	11.4	14.4	21.5	23.4	25.4	27.5	29.5	31.3	32.9	34.3	35.3	
PV of FCF	-6.9	4.0	9.4	10.8	14.4	14.2	13.8	13.5	13.0	12.5	11.8	11.1	10.3	116.5
share of PVs	2.6 %			50.5 %										46.9 %

Model parameter

Derivation of WACC:		Derivation of Beta:	
Debt ratio	0.0 %	Financial Strength	1.50
Cost of debt	5.0 %	Liquidity	1.50
Market return	8.3 %	Cyclicality	1.50
Risk free rate	2.8 %	Transparency	1.50
Risk premium	5.5 %	Others	1.50
Cost of equity	11.0 %		
WACC	**11.00 %**	**Beta**	**1.50**

Valuation (m)

Present values until 2035e	132.0		
Terminal Value	116.5		
Financial liabilities	0.0		
Pension liabilities	0.0		
Hybrid capital	0.0		
Minority interest	15.0		
Market val. of investments	0.0		
Liquidity	11.5	No. of shares (m)	5.5
Equity Value	**244.9**	**Value per share (EUR)**	**44.76**

Sensitivity Value per share (EUR)

		Terminal Growth							Delta EBIT-margin						
Beta	(WACC)	1.25 %	1.50 %	1.75 %	**2.00 %**	2.25 %	2.50 %	2.75 %	-1.50 pp	-1.00 pp	-0.50 pp	**0.0**	0.50 pp	1.00 pp	1.50 pp
1.68	(12.0 %)	38.05	38.44	38.84	39.26	39.70	40.16	40.65	35.99	37.08	38.17	39.26	40.35	41.43	42.52
1.59	(11.5 %)	40.46	40.90	41.37	41.86	42.37	42.92	43.50	38.40	39.55	40.70	41.86	43.01	44.17	45.32
1.55	(11.3 %)	41.76	42.23	42.74	43.27	43.83	44.42	45.05	39.70	40.89	42.08	43.27	44.46	45.65	46.84
1.50	(11.0 %)	43.12	43.64	44.18	**44.76**	45.37	46.01	46.69	41.08	42.31	43.53	**44.76**	45.99	47.21	48.44
1.45	(10.8 %)	44.56	45.12	45.72	46.34	47.00	47.70	48.45	42.54	43.81	45.07	46.34	47.61	48.87	50.14
1.41	(10.5 %)	46.09	46.70	47.34	48.02	48.74	49.50	50.32	44.09	45.40	46.71	48.02	49.32	50.63	51.94
1.32	(10.0 %)	49.41	50.13	50.89	51.69	52.55	53.47	54.45	47.49	48.89	50.29	51.69	53.10	54.50	55.90

Quelle: Warburg Research

Peergroup

Pferdewetten.de kann innerhalb einer Peergroup von Unternehmen aus der Wettbranche im Allgemeinen betrachtet werden:

Kennzahlen der Peergroup

Company	LC	Price in LC	MC in LC m	EV in LC m	EPS 23e	EPS 24e	EPS 25e	Sales 23e	Sales 24e	Sales 25e	EBITDA 23e	EBITDA 24e	EBITDA 25e	EBIT 23e	EBIT 24e	EBIT 25e
888 Holdings Plc	GBP	0.83	369.7	1,793.7	0.04	0.11	0.19	1,710.5	1,790.0	1,879.2	308.0	341.0	379.9	191.0	224.4	265.8
bet-at-home.com AG	EUR	2.99	21.0	-15.0	-0.19	-0.06	0.04	46.7	49.8	53.7	-0.2	1.5	2.5	-1.7	-0.5	0.4
Betsson AB Class B	SEK	111.50	15,271.3	29,861.4	14.99	15.13	16.67	10,737.9	11,875.1	12,825.6	2,910.6	3,228.6	3,483.5	2,378.8	2,609.7	2,851.4
Churchill Downs Incorporated	USD	122.31	9,123.7	13,959.7	5.05	5.65	7.35	2,451.8	2,735.7	3,043.0	1,010.6	1,130.1	1,281.5	575.0	762.7	868.6
Entain PLC	GBP	9.52	6,083.9	8,437.2	0.42	0.43	0.64	4,717.0	4,994.5	5,234.8	961.0	1,032.3	1,118.8	632.6	725.0	830.5
Evolution AB	SEK	1,217.80	260,242.8	254,758.0	56.34	60.20	70.25	20,460.4	24,116.1	28,080.4	14,380.1	16,982.0	19,811.1	13,002.0	15,431.4	18,171.3
International Game Technology PLC	USD	26.52	5,364.7	11,196.6	1.96	2.27	2.56	4,286.0	4,425.0	4,520.0	1,771.5	1,866.0	1,966.0	989.5	1,077.5	1,151.3
Kambi Group plc Class B	SEK	140.00	4,241.1	3,697.3	6.93	10.00	11.25	2,021.9	2,237.7	2,402.4	670.2	795.1	886.0	240.4	308.2	450.4
Kindred Group plc Shs Swedish Depo	SEK	123.00	26,446.0	23,562.1	7.03	9.44	12.50	16,095.7	17,293.8	18,581.0	2,679.8	3,302.5	3,923.3	1,771.5	2,489.8	3,106.4
Sportradar Group AG Class A	USD	10.41	3,091.0	2,968.0	0.09	0.28	0.43	953.5	1,139.1	1,294.6	179.0	215.3	255.0	84.7	125.9	174.4
ZEAL Network SE	EUR	30.60	662.6	646.4	0.69	1.08	1.34	114.5	127.7	141.5	33.2	43.5	52.0	24.4	35.0	43.0
pferdewetten.de AG	**EUR**	**11.20**	**54.2**	**48.9**	**-1.03**	**0.22**	**0.47**	**20.5**	**34.0**	**48.0**	**-8.2**	**1.9**	**4.6**	**-9.4**	**0.7**	**3.4**

Quelle: Warburg Research, FactSet; Stand: 25.01.2024

Multiplikatoren

Company	LC	Price in LC	MC in LC m	EV in LC m	P / E 23e	P / E 24e	P / E 25e	EV / Sales 23e	EV / Sales 24e	EV / Sales 25e	EV / EBITDA 23e	EV / EBITDA 24e	EV / EBITDA 25e	EV / EBIT 23e	EV / EBIT 24e	EV / EBIT 25e
888 Holdings Plc	GBP	0.83	369.7	1,793.7	22.3 x	7.4 x	4.3 x	1.0 x	1.0 x	1.0 x	5.8 x	5.3 x	4.7 x	9.4 x	8.0 x	6.7 x
bet-at-home.com AG	EUR	2.99	21.0	-15.0	n.a.	n.a.	74.8 x	-0.3 x	-0.3 x	-0.3 x	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
Betsson AB Class B	SEK	111.50	15,271.3	29,861.4	7.4 x	7.4 x	6.7 x	2.8 x	2.5 x	2.3 x	10.3 x	9.2 x	8.6 x	12.6 x	11.4 x	10.5 x
Churchill Downs Incorporated	USD	122.31	9,123.7	13,959.7	24.2 x	21.6 x	16.6 x	5.7 x	5.1 x	4.6 x	13.8 x	12.4 x	10.9 x	24.3 x	18.3 x	16.1 x
Entain PLC	GBP	9.52	6,083.9	8,437.2	23.3 x	22.6 x	15.2 x	1.8 x	1.7 x	1.6 x	8.8 x	8.2 x	7.5 x	13.3 x	11.6 x	10.2 x
Evolution AB	SEK	1,217.80	260,242.8	254,758.0	21.7 x	20.3 x	17.4 x	12.5 x	10.6 x	9.1 x	17.7 x	15.0 x	12.9 x	19.6 x	16.5 x	14.0 x
International Game Technology PLC	USD	26.52	5,364.7	11,196.6	13.5 x	11.7 x	10.3 x	2.6 x	2.5 x	2.5 x	6.3 x	6.0 x	5.7 x	11.3 x	10.4 x	9.7 x
Kambi Group plc Class B	SEK	140.00	4,241.1	3,697.3	20.2 x	14.0 x	12.4 x	1.8 x	1.7 x	1.5 x	5.5 x	4.7 x	4.2 x	15.4 x	12.0 x	8.2 x
Kindred Group plc Shs Swedish Depo	SEK	123.00	26,446.0	23,562.1	17.5 x	13.0 x	9.9 x	1.5 x	1.4 x	1.3 x	8.8 x	7.1 x	6.0 x	13.3 x	9.5 x	7.6 x
Sportradar Group AG Class A	USD	10.41	3,091.0	2,968.0	119.4 x	36.7 x	24.5 x	3.1 x	2.6 x	2.3 x	16.6 x	13.8 x	11.6 x	35.0 x	23.6 x	17.0 x
ZEAL Network SE	EUR	30.60	662.6	646.4	44.7 x	28.5 x	22.8 x	5.6 x	5.1 x	4.6 x	19.5 x	14.9 x	12.4 x	26.5 x	18.5 x	15.0 x
Average					31.4 x	18.3 x	19.5 x	3.5 x	3.1 x	2.8 x	11.3 x	9.6 x	8.5 x	18.1 x	14.0 x	11.5 x
Median					22.0 x	17.1 x	15.2 x	2.6 x	2.5 x	2.3 x	9.5 x	8.7 x	8.1 x	14.4 x	11.8 x	10.3 x
pferdewetten.de AG	**EUR**	**11.20**	**54.2**	**48.9**	**neg.**	**50.9 x**	**23.8 x**	**2.4 x**	**1.4 x**	**1.0 x**	**n.a.**	**26.2 x**	**10.7 x**	**n.a.**	**73.0 x**	**14.6 x**
Valuation difference to Median					n.a.	-66%	-36%	10%	75%	125%	n.a.	-67%	-25%	n.a.	-84%	-29%
Fair value per share based on Median					n.a.	3.77	7.15	12.16	18.77	23.84	n.a.	4.46	8.68	n.a.	2.72	8.25

Quelle: Warburg Research, FactSet; Stand: 25.01.2024

Die Analyse des Unternehmens und der Peergroup zeigt, dass pferdewetten.de aufgrund der Struktur des neuen Geschäftsmodells im Betrachtungszeitraum noch nicht vergleichbar profitabel ist. Sollte das Unternehmen in den Jahren 2026 ff. eine signifikante Profitabilität aufweisen, würden sich bei einer Multiplikation des EBIT mit einem zweistelligen Faktor erhebliche Bewertungsreserven ergeben, die sich an den zuvor genannten Bewertungsniveaus orientieren.

Unternehmen & Produkte

Unternehmensprofil

pferdewetten.de AG ist ein führender Wettanbieter in Deutschland

Die pferdewetten.de AG mit Sitz in Düsseldorf hat sich seit ihrer Gründung im Jahr 1997 zu einem bedeutenden Anbieter in der Wettbranche entwickelt. Das Wettangebot der pferdewetten.de AG konzentriert sich in erster Linie auf Pferdewetten, umfasst aber auch Sportwetten auf Fußball, Tennis, Eishockey und Basketball, um nur einige zu nennen. Der Sportwettenbereich wird über die Website sportwetten.de vermarktet. Neben diesen beiden Wettbereichen bietet das Unternehmen auch Lösungen im Dienstleistungsbereich an. Mit diesem umfassenden Angebot sollen sowohl nationale als auch internationale Kunden angesprochen werden.

Folgende Produkte werden den Kunden angeboten:

- Retail-Sportwetten
- Online-Sportwetten
- Pferdewetten

Segmente und Produktportfolio

pferdewetten.de AG: Eine Palette von Wettprodukten

Die Pferdewetten.de AG hat in den letzten Jahren ihr Produktangebot deutlich erweitert. Neben den klassischen Pferdewetten bietet das Unternehmen nun auch Online-Sportwetten und Retail-Sportwetten an. Bis November 2023 war der Pferderennsport mit einem Anteil von 57,38% am Gesamtumsatz nach wie vor der Hauptumsatzträger des Unternehmens.

Seit ihrer Wiedereinführung im Jahr 2017 haben Online-Sportwetten und Retail-Sportwetten jedoch erhebliche Marktanteile gewonnen. Diese Diversifizierung des Angebots hat zu einer Veränderung der Umsatzstruktur des Unternehmens beigetragen, wobei Sportwetten, sowohl online als auch im Retail, einen immer größeren Anteil am Gesamtumsatz ausmachen.

Produktportfolio der pferdewetten.de AG

Das Unternehmen gliedert sein Angebot in drei verschiedene Segmente und unterscheidet dabei auch zwischen verschiedenen Wettarten:

Online- und Offline-Pferdewetten

Die Abwicklung von Pferdewetten erfolgt hauptsächlich über die Websites. Im deutschsprachigen Raum sind dies **www.lotus-wetten.de** und die Hauptwebsite des Unternehmens im Bereich Pferdewetten, **www.pferdewetten.de**. Die Nutzung der letztgenannten Website hat den Vorteil geringerer Marketingkosten, da der Name sofort Assoziationen weckt. Sie wird daher in der Regel automatisch genutzt und generiert natürlichen Traffic. Die Website **www.betbird.com** wurde für den internationalen Sektor entwickelt.

Neben der Differenzierung nach Vertriebskanal (online oder offline) oder Region (DACH oder international) können die Wettaktivitäten des Unternehmens auch nach der Art der Wette unterschieden werden. Für pferdewetten.de sind insbesondere Buchmacherwetten, Totalisatorwetten und Festquotenwetten relevant:

- **Buchmacherwetten:** Eine Buchmacherwette ist eine Wette, bei der der Buchmacher das Risiko trägt, wie es bei Festquotenwetten der Fall ist. Im Gegensatz zu Festquotenwetten, bei denen der mögliche Gewinn feststeht, ist bei Buchmacherwetten nicht bekannt, welche Quote ausgezahlt wird. Die vom Buchmacher angegebenen Quoten sind lediglich Richtwerte.

  Bei der Buchmacherwette tritt die pferdewetten.de AG selbst als Buchmacher und damit als Vertragspartner des Wettteilnehmers auf. Der Vorteil dieser Wettart ist eine höhere Marge, da der Buchmacher die Quoten des Totalisators übernimmt. In diesen Quoten ist die Gewinnspanne des Buchmachers enthalten, die dieser für sich vereinnahmen kann. Andererseits ist auch das Risiko höher, da der Buchmacher Gefahr läuft, Geld zu verlieren, wenn die Mehrheit der Wettenden erfolgreich ist.

- **Totalisatorwetten (Pool-Wetten):** Totalisatorwetten oder Rennvereinswetten werden von pferdewetten.de direkt beim Rennbahnbetreiber oder Rennveranstalter abgeschlossen. Hier kann der Wettkunde bis zum Start des Rennens nicht wissen, welchen Gewinn er im Falle eines Sieges erhält, da die Wetten gepoolt werden und der Wettkunde auf variable Eventualquoten wettet. Die Eventualquoten hängen von der Höhe des auf den Sieg eines Pferdes gesetzten Betrags ab. Die Quote eines Starters wird erst beim Start des Rennens festgelegt.

  Dabei wetten die Wettteilnehmer gegeneinander, sodass die Gegenpartei der Wette alle anderen Wettteilnehmer sind. Daher kann kein höherer Gewinn als die Summe der Einsätze ausgezahlt werden, sodass für den Wettanbieter kein Risiko besteht. Für die Abwicklung dieser Wette wird ein sogenannter Totalisator eingesetzt. Der Totalisator erhält für seine Dienstleistung eine Gebühr, die vor der Auszahlung vom Gewinn jeder Wette abgezogen wird. pferdewetten.de darf selbst keinen Totalisator betreiben, da dies nur Rennvereinen erlaubt ist. Hintergrund dieser Regelung ist, dass diese risikolosen Einnahmen dem Erhalt der Rennvereine dienen sollen. Das Unternehmen kann jedoch Wetten bei Totalisatoranbietern platzieren und erhält dafür eine Provision.

- **Festquotenwetten:** Im Gegensatz zu einer Buchmacher- oder Totalisatorwette gibt es bei einer Festquotenwette einen festen Preis und einen festen Auszahlungsbetrag. Spätere Preisänderungen haben keinen Einfluss auf die Quote. Tritt das Pferd aus irgendeinem Grund nicht an, gilt die Festquotenwette als verloren.

  Bei dieser Wettart tritt die pferdewetten.de AG als Wettanbieter auf. Für die Bereitstellung der Quoten benötigt das Unternehmen geschultes Personal. Im Gegensatz zur klassischen Sportwette wird der Großteil der Quoten bei Pferdewetten jedoch traditionell als variable Quote angeboten, sodass die Festquotenwette auch für die pferdewetten.de AG eine untergeordnete Rolle spielt.

Online-Sportwetten

Der Wiedereinstieg in das Sportwettengeschäft wurde 2017 beschlossen. Mit der Übernahme von www.sportwetten.de vermarktet das Unternehmen Wetten auf Sportarten wie Fußball, Basketball und Eishockey. Die Tochtergesellschaft sportwetten.de GmbH ist vor allem für das Marketing und die Kundenbetreuung zuständig. Neben den typischen Kundengewinnungsmaßnahmen (vor allem Gutscheine) engagiert sich das Unternehmen auch im Bereich der Markenbildung durch Sponsoring. So positionierte sich sportwetten.de als Sponsor der deutschen Fußballvereine VfL Bochum und Rot-Weiss Essen. Im Gegensatz zum Pferdewettenmarkt ist der Sportwettenmarkt aufgrund des weitaus höheren Volumens deutlich wettbewerbsintensiver. Im Jahr 2022 führte das Unternehmen eine eigene Software ein, um neues Ergebnispotenzial zu generieren.

Zur Steigerung der Profitabilität wird die pferdewetten.de AG voraussichtlich im Jahr 2024 ein eigenes Online-Casino eröffnen.

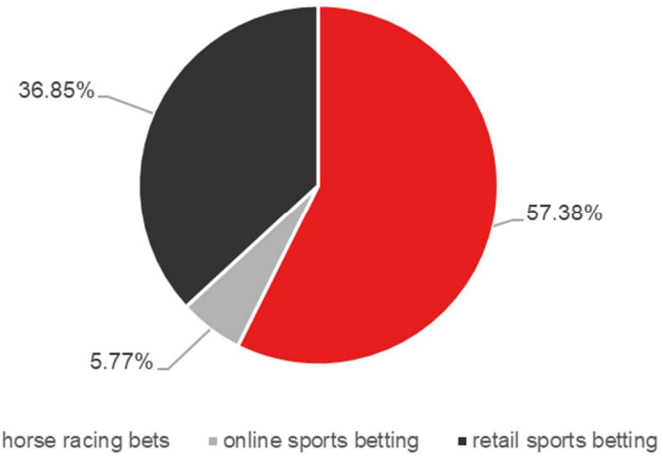
Retail-Sportwetten

Im Jahr 2022 entschied sich das Unternehmen für den Einstieg in das Sportwetten-Retailgeschäft. In Q3/23 betrieb die pferdewetten.de AG insgesamt 94 Shops im Rahmen von Franchiseverträgen und drei eigene Shops. Ende 2023 gab die pferdewetten.de AG die Unterzeichnung eines Letter of Intent (LOI) mit einem namhaften deutschen Sportwettenanbieter über den Erwerb von 25 Annahmestellen bekannt, die ab dem 1. April 2024 unter der Lizenz von sportwetten.de betrieben werden sollen.

Dienstleistungsangebot

Neben den Hauptgeschäftsfeldern ist das Unternehmen auch im Dienstleistungsbereich tätig. Mit Tochtergesellschaften wie der Accendere AG und der SW Operations GmbH bietet das Unternehmen Geschäftskunden umfassende Dienstleistungspakete im Online- und Retail-Wettbereich im In- und Ausland an. Insbesondere die pferdewetten.de-Gruppe bietet ein breites Spektrum an individuellen Beratungs- und Schulungsleistungen für die Durchführung und Abwicklung von Sport- und Pferdewetten an. Zu den Dienstleistungen gehören unter anderem Serverdienste, Webentwicklung und Risikomanagement.

Umsatz nach Segmenten (Q3/23)



Quelle: pferdewetten.de AG, Warburg Research

Produktportfolio

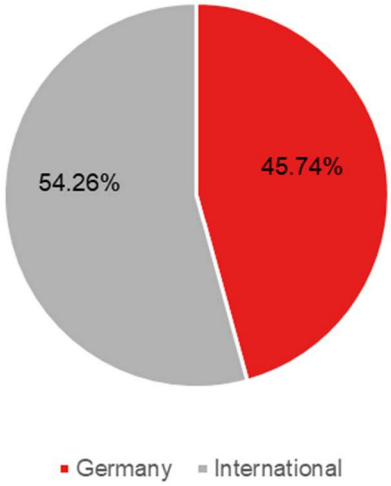
	Online and offline horse betting	In German-speaking region, relevant websites include **www.lotus-wetten.de** and the main website of the company in the horse betting sector, **www.pferdewetten.de**. The use of the latter website address provides the advantage of lower marketing costs, as it is automatically utilized due to its name and generates natural user traffic. For the international sector, the website **www.betbird.com** was created.
	Online sports betting	In the field of online sports betting, the company distributes its products through the main platform **sportwetten.de. The company markets bets on sports such as football, basketball, and ice hockey.**
	Retail sports betting	The company continues its expansion in retail sports betting. This strategy has been pursued by the company since 2022, steadily expanding its retail network. In Q3/23, the company has **94 locations and 3 proprietary shops**. A significant expansion of the network is planned for the future.

Quelle: pferdewetten.de AG; Warburg Research

Regionale Segmentierung

Die pferdewetten.de AG erwirtschaftet 45,74% ihres Umsatzes im Inland, der Rest wird international erwirtschaftet, der Großteil davon im europäischen Ausland. Durch die starke Onlinepräsenz fällt es dem Unternehmen leichter als weniger digitalisierten Unternehmen, internationale Märkte zu erschließen. Trotz dieser digitalen Stärke will sich das Unternehmen im Retail-Bereich etablieren und baut daher seine Präsenz aus. Für 2024 ist zudem die Einführung eines Online-Casinos geplant. Dies könnte zu einer Erhöhung des internationalen Umsatzanteils führen.

Umsatz nach Regionen



Standorte

Das Unternehmen ist an vier Standorten in Europa vertreten. Der Hauptsitz der Pferdewetten.de AG ist in Düsseldorf. Darüber hinaus unterhält das Unternehmen physische Standorte in München, Birkirkara (Malta) und Wien (Österreich).

Standorte der pferdewetten.de AG

Quelle: pferdewette.de AG, Warburg Research

Starkes Wachstum und 330 Filialen bis 2025 geplant

Retail-Shops

Solutions address specific industry challenges

Die pferdewetten.de AG verfügt derzeit über insgesamt 94 Shops in Deutschland (11/2023). Entgegen den Erwartungen wird diese Zahl weniger durch Online-Konkurrenz oder Pandemieeffekte als vielmehr durch Zulassung und Regulierung beeinflusst. Langwierige Genehmigungsverfahren haben auch die pferdewetten.de AG in ihrer zeitlichen und finanziellen Planung zurückgeworfen. Der aktuelle Trend der Wettbewerber in der Branche geht zu mehr eigenen Shops (höhere Marge) und zur Expansion ins Ausland. **Die pferdewetten.de AG betreibt drei eigene Shops.** Um im Wettbewerb bestehen zu können, strebt die pferdewetten.de AG in den kommenden Jahren ein schnelles Wachstum an. Im Dezember 2023 unterzeichnete die SW Shops GmbH (eine 100%ige Tochtergesellschaft der pferdewetten.de AG) eine Absichtserklärung mit einem namhaften Unternehmen der deutschen Sportwettenbranche. Die Vereinbarung umfasst den Erwerb von 25 eigenen Shops zum Ausbau des Sportwetten-Retailgeschäfts, die voraussichtlich ab dem 1. April 2024 unter der Lizenz von sportwetten.de betrieben werden. Bis Ende 2025 soll die Zahl der Annahmestellen auf 330 steigen. Insgesamt hält das Management 400 Annahmestellen für pferdewetten.de im deutschen Markt für möglich.

Entwicklung der Retail-Shops (Franchise und eigene Shops)

	2022	2023e	2024e	2025e	2026e
Warburg Research Scenario (WR)	10	108	220	280	340
Company plan (CP)	10	108	222	330	400
thereof own shops (WR)	0	3	30	45	56
thereof own shops (CP)	0	3	30	50	66

Quelle: pferdewetten.de AG, Warburg Research

Retail-Shop „Sportwetten“

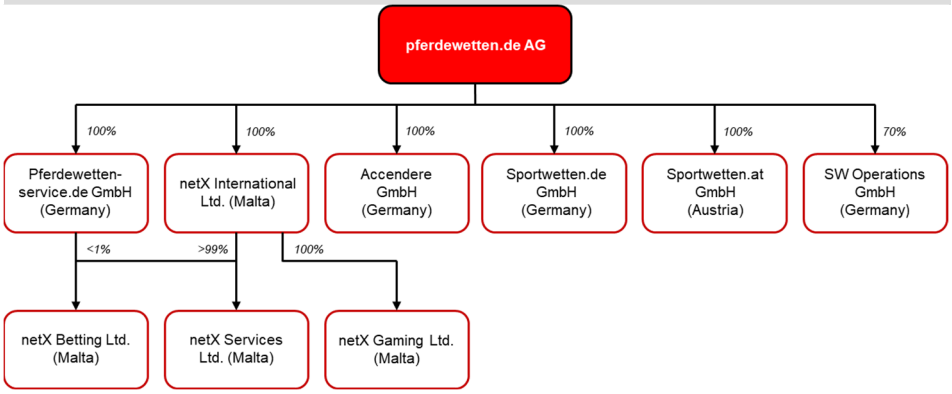
Quelle: Warburg Research

Konzernstruktur

Die pferdewetten.de AG fungiert als Muttergesellschaft und hat neun Tochtergesellschaften. Dazu gehören die netX International Ltd, die netX Betting Ltd, die netX Services Ltd und die netX Gaming Ltd mit Sitz in Birkirkara, Malta. Die pferdewetten.at GmbH hat ihren Sitz in Wien, Österreich. Alle anderen Tochtergesellschaften sind in Deutschland ansässig.

Die Pferdewetten-service.de GmbH und die netX International Ltd. sind die Muttergesellschaften der netX Betting Ltd. bzw. der netX Service Ltd. An beiden Gesellschaften hält die netX International Ltd. mehr als 99% der Anteile, während die Pferdewetten-service.de GmbH nur weniger als 1% an beiden Gesellschaften hält. Darüber hinaus ist die netX International Ltd. alleiniger Eigentümer der netX Gaming Ltd. mit einem Anteil von 100%.

Struktur der pferdewetten.de AG



Quelle: pferdewetten.de AG, Warburg Research

Management und Aktionäre

Managementteam

Pierre Hofer ist Alleinvorstand der pferdewetten.de AG. Der Vorstand führt als Leitungsorgan die Geschäfte der Gesellschaft mit dem Ziel nachhaltiger Wertschöpfung in eigener Verantwortung und im Unternehmensinteresse. Darüber hinaus gibt es bei der pferdewetten.de AG nur eine weitere Ebene unterhalb des Vorstandes.

Pierre Hofer (Vorstand)

Pierre Hofer ist seit Juli 2010 Vorstand der pferdewetten.de AG und verfügt über langjährige Erfahrung im Pferderennsport. Vor seiner Tätigkeit bei pferdewetten.de sammelte er wertvolle Erfahrungen als Geschäftsführer bei anderen Wettanbietern, darunter Racebets und sportwetten.de.

Marco Sunderbrink (Geschäftsführer)

Marco Sunderbrink leitet seit 2010 die Geschäfte der pferdewetten.de AG, für die er zuvor erfolgreich als konzessionierter Buchmacher tätig war. Er verfügt über einen fundierten beruflichen Hintergrund mit Stationen als Prokurist, Vertriebsleiter und kaufmännischer Leiter in der WAZ-Gruppe. Als Geschäftsführer ist er für den Erfolg und die wirtschaftliche Ausrichtung der pferdewetten.de AG verantwortlich.

Aufsichtsrat

Mitglieder des Aufsichtsrats

Markus Alexander Knoss

Member of the Supervisory Board since August 2014

Chairman of the Supervisory Board and Manager Business Development DACH of BankM AG

Sergey Lychak, CFA, CIIA, MMgt

Member of the Supervisory Board since October 2008

Deputy Chairman of the Supervisory Board and CEO of Lando Consulting GmbH

Lars-Wilhelm Baumgarten

Member of the Supervisory Board since September 2016

Managing Director of Baumgarten sports & more GmbH

Jochen Dickinger

Member of the Supervisory Board since November 2016

Co-founder of bet-at-home.com

Quelle: pferdewetten.de AG, Warburg Research

Aktionärsstruktur

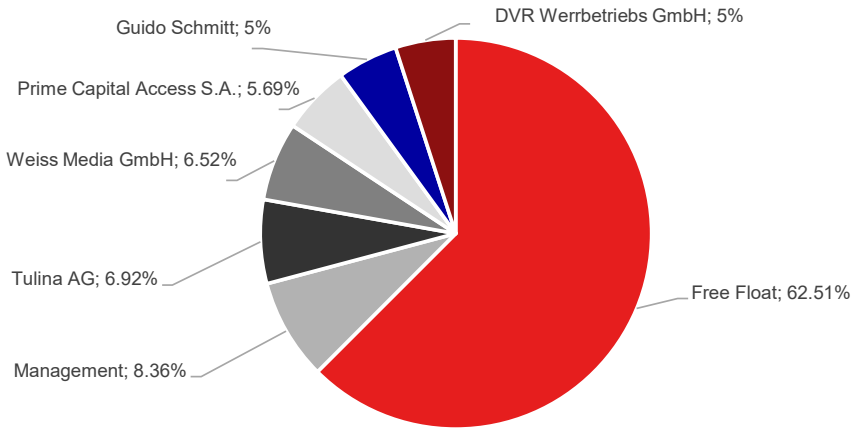
Die Aktionärsstruktur der pferdewetten.de AG besteht aus einem Streubesitz von 62,51%, der sich in den letzten Jahren deutlich erhöht hat. Das Management hält mit 8,36% den größten Einzelanteil an der Gesellschaft. Die Beteiligung des Managements ist sinnvoll, da sie einen Anreiz zur Steigerung des Unternehmenswertes und damit zur Erhöhung des eigenen Anteils darstellt. Neben dem Management halten die Tulina AG, die Weiss Media GmbH, die Prime Capital Access S.A. und die DVR Werrbetriebs GmbH mehr als 5% der Aktien des Unternehmens. Zudem ist der Düsseldorfer Privatinvestor Guido Schmitt mit 5% an der Gesellschaft beteiligt.

Darüber hinaus hat die Gesellschaft eine **Wandelanleihe (ISIN DE000A2YN777) begeben**. Die Aktionäre können bis zu EUR 5.000.000 zeichnen, wobei eine Überzeichnung möglich ist. Der Besitz von 956 Aktien berechtigt zum Bezug einer Wandelschuldverschreibung im Nennbetrag von EUR 1.000. Je EUR 1.000 Nennbetrag der Wandelschuldverschreibung können in 80 neue Aktien der pferdewetten.de AG gewandelt werden. Der Bezugspreis je neuer Aktie beträgt EUR 12,50.

Mit Beschluss der Hauptversammlung vom 20. September 2016 hat die pferdewetten.de AG ein Aktienoptionsprogramm 2016 für den Vorstand und die Mitarbeiter der Gesellschaft und ihrer Tochtergesellschaften mit Erfüllung aus dem bedingten Kapital („equity-settled transaction“) aufgelegt.

Von den maximal auszugebenden Bezugsrechten in Höhe von 197.500 Stammaktien konnten bis zu 44% an Mitglieder des Vorstands, bis zu 30% an Geschäftsführer verbundener Unternehmen und bis zu 26% an Arbeitnehmer verbundener Unternehmen ausgegeben werden. Die Bezugsrechte konnten während der Laufzeit der Ermächtigung fortlaufend ausgegeben werden. Die Aktienoptionen können erst nach Ablauf einer Sperrfrist von vier Jahren ab dem Zeitpunkt der Gewährung ausgeübt werden (Lock-up-Periode).

Aktionärsstruktur



Quelle: pferdewetten.de AG, Warburg Research

DCF Modell

	Detailplanung			Übergangsphase										Term. Value
Kennzahlen in EUR Mio.	2023e	2024e	2025e	2026e	2027e	2028e	2029e	2030e	2031e	2032e	2033e	2034e	2035e	
Umsatz	23,5	46,0	62,0	70,1	76,4	83,2	89,9	97,1	103,9	110,1	115,6	120,2	123,9	
Umsatzwachstum	*53,3 %*	*95,7 %*	*34,8 %*	*13,0 %*	*9,0 %*	*9,0 %*	*8,0 %*	*8,0 %*	*7,0 %*	*6,0 %*	*5,0 %*	*4,0 %*	*3,0 %*	*2,0 %*
EBIT	-9,7	1,3	8,0	11,4	12,6	13,7	15,3	16,5	17,7	18,7	19,7	20,4	21,1	
EBIT-Marge	*-41,1 %*	*2,9 %*	*13,0 %*	*16,3 %*	*16,5 %*	*16,5 %*	*17,0 %*	*17,0 %*	*17,0 %*	*17,0 %*	*17,0 %*	*17,0 %*	*17,0 %*	
Steuerquote (EBT)	*20,0 %*	*20,0 %*	*20,0 %*	*20,0 %*	*20,0 %*	*20,0 %*	*20,0 %*	*20,0 %*	*20,0 %*	*20,0 %*	*20,0 %*	*20,0 %*	*20,0 %*	
NOPAT	-7,7	1,1	6,4	9,1	10,1	11,0	12,2	13,2	14,1	15,0	15,7	16,4	16,8	
Abschreibungen	1,2	1,2	1,2	1,8	1,9	2,1	2,2	2,4	2,6	2,8	2,9	3,0	3,1	
Abschreibungsquote	*5,1 %*	*2,6 %*	*1,9 %*	*2,5 %*	*2,5 %*	*2,5 %*	*2,5 %*	*2,5 %*	*2,5 %*	*2,5 %*	*2,5 %*	*2,5 %*	*2,5 %*	
Veränd. Rückstellungen	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
Liquiditätsveränderung														
- Working Capital	-0,2	-0,5	-0,4	0,4	0,4	0,3	0,2	0,2	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	
- Investitionen	0,6	0,6	0,6	1,8	1,9	2,1	2,2	2,4	2,6	2,8	2,9	3,0	3,1	
Investitionsquote	*2,6 %*	*1,3 %*	*1,0 %*	*2,5 %*	*2,5 %*	*2,5 %*	*2,5 %*	*2,5 %*	*2,5 %*	*2,5 %*	*2,5 %*	*2,5 %*	*2,5 %*	
- Sonstiges	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
Free Cash Flow (WACC-Modell)	-6,9	2,2	7,4	8,7	9,7	10,7	12,0	13,0	14,0	14,9	15,6	16,3	16,8	17
Barwert FCF	-7,1	2,0	6,2	6,5	6,5	6,5	6,5	6,4	6,2	5,9	5,6	5,3	4,9	55
Anteil der Barwerte	0,90 %			51,72 %										47,38 %

Modell-Parameter

Herleitung WACC:		Herleitung Beta:	
Fremdkapitalquote	0,00 %	Finanzielle Stabilität	1,50
FK-Zins (nach Steuern)	3,5 %	Liquidität (Aktie)	1,50
Marktrendite	8,25 %	Zyklizität	1,50
Risikofreie Rendite	2,75 %	Transparenz	1,50
		Sonstiges	1,50
WACC	**11,00 %**	**Beta**	**1,50**

Wertermittlung (Mio.)

Barwerte bis 2035e	61		
Terminal Value	55		
Zinstr. Verbindlichkeiten	0		
Pensionsrückstellungen	0		
Hybridkapital	0		
Minderheiten	15		
Marktwert v. Beteiligungen	0		
Liquide Mittel	11	Aktienzahl (Mio.)	5,5
Eigenkapitalwert	**113**	**Wert je Aktie (EUR)**	**20,69**

Sensitivität Wert je Aktie (EUR)

		Ewiges Wachstum						
Beta	WACC	1,25 %	1,50 %	1,75 %	**2,00 %**	2,25 %	2,50 %	2,75 %
1,68	12,0 %	17,50	17,68	17,87	18,07	18,28	18,50	18,73
1,59	11,5 %	18,64	18,85	19,07	19,31	19,55	19,81	20,09
1,55	11,3 %	19,26	19,49	19,73	19,98	20,25	20,53	20,82
1,50	11,0 %	19,91	20,16	20,42	**20,69**	20,98	21,28	21,61
1,45	10,8 %	20,60	20,86	21,15	21,44	21,76	22,09	22,44
1,41	10,5 %	21,32	21,61	21,92	22,24	22,58	22,95	23,33
1,32	10,0 %	22,91	23,25	23,61	23,99	24,40	24,84	25,30

		Delta EBIT-Marge						
Beta	WACC	-1,5 pp	-1,0 pp	-0,5 pp	**+0,0 pp**	+0,5 pp	+1,0 pp	+1,5 pp
1,68	12,0 %	16,14	16,78	17,43	18,07	18,71	19,35	19,99
1,59	11,5 %	17,27	17,95	18,63	19,31	19,99	20,66	21,34
1,55	11,3 %	17,88	18,58	19,28	19,98	20,68	21,38	22,07
1,50	11,0 %	18,53	19,25	19,97	**20,69**	21,41	22,13	22,85
1,45	10,8 %	19,22	19,96	20,70	21,44	22,18	22,93	23,67
1,41	10,5 %	19,94	20,71	21,47	22,24	23,01	23,77	24,54
1,32	10,0 %	21,54	22,36	23,17	23,99	24,81	25,63	26,44

- Durch den Markteintritt Sportwetten rechnen wir mit einem starken Umsatzwachstum.

Wertermittlung

	2019	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e
KBV	2,9 x	2,6 x	4,7 x	3,5 x	4,7 x	4,6 x	3,4 x
Buchwert je Aktie (bereinigt um iAV)	3,04	3,49	2,77	2,68	1,36	1,59	2,63
EV / Umsatz	2,4 x	2,4 x	5,0 x	3,5 x	2,2 x	1,1 x	0,7 x
EV / EBITDA	11,5 x	11,2 x	n.a.	n.a.	n.a.	19,7 x	4,8 x
EV / EBIT	14,3 x	13,4 x	n.a.	n.a.	n.a.	37,5 x	5,5 x
EV / EBIT adj.*	14,3 x	13,4 x	n.a.	n.a.	n.a.	37,5 x	5,5 x
Kurs / FCF	11,1 x	29,6 x	37,6 x	n.a.	n.a.	35,9 x	9,7 x
KGV	13,6 x	31,0 x	n.a.	n.a.	n.a.	39,0 x	10,6 x
KGV ber.*	13,6 x	31,0 x	n.a.	n.a.	n.a.	39,0 x	10,6 x
Dividendenrendite	1,9 %	2,5 %	0,6 %	0,7 %	n.a.	0,9 %	0,9 %
FCF Potential Yield (on market EV)	10,9 %	5,4 %	0,3 %	-2,7 %	-9,5 %	4,6 %	14,9 %

*Adjustiert um: -

GuV

In EUR Mio.	2019	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e
Umsatz	**14,4**	**14,2**	**12,7**	**15,3**	**23,5**	**46,0**	**62,0**
Veränd. Umsatz yoy	30,2 %	-1,8 %	-10,2 %	20,5 %	53,3 %	95,7 %	34,8 %
Bestandsveränderungen	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Aktivierte Eigenleistungen	0,0	0,0	1,8	0,9	0,0	0,0	0,0
Gesamterlöse	**14,4**	**14,2**	**14,6**	**16,2**	**23,5**	**46,0**	**62,0**
Materialaufwand	6,2	5,4	7,8	9,6	20,2	23,9	28,5
Rohertrag	**8,2**	**8,8**	**6,8**	**6,6**	**3,3**	**22,1**	**33,5**
Rohertragsmarge	*57,0 %*	*61,9 %*	*53,1 %*	*43,1 %*	*14,0 %*	*48,0 %*	*54,0 %*
Personalaufwendungen	3,3	3,7	4,6	6,4	7,5	11,5	13,6
Sonstige betriebliche Erträge	0,4	0,5	0,9	1,0	1,4	2,8	3,7
Sonstige betriebliche Aufwendungen	2,4	2,6	3,0	3,8	5,6	10,8	14,3
Unregelmäßige Erträge/Aufwendungen	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
EBITDA	**3,0**	**3,0**	**0,0**	**-2,5**	**-8,5**	**2,5**	**9,2**
Marge	*21,0 %*	*21,4 %*	*-0,1 %*	*-16,5 %*	*-36,0 %*	*5,5 %*	*14,9 %*
Abschreibungen auf Sachanlagen	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
EBITA	**3,0**	**3,0**	**0,0**	**-2,5**	**-8,5**	**2,5**	**9,2**
Amortisation immaterielle Vermögensgegenstände	0,6	0,5	0,6	1,0	1,2	1,2	1,2
Goodwill-Abschreibung	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
EBIT	**2,4**	**2,5**	**-0,6**	**-3,5**	**-9,7**	**1,3**	**8,0**
Marge	*16,9 %*	*17,9 %*	*-4,6 %*	*-23,2 %*	*-41,1 %*	*2,9 %*	*13,0 %*
EBIT adj.	**2,4**	**2,5**	**-0,6**	**-3,5**	**-9,7**	**1,3**	**8,0**
Zinserträge	0,2	0,1	0,2	0,0	0,0	0,0	0,0
Zinsaufwendungen	0,0	0,0	0,0	0,0	0,6	0,6	0,6
Sonstiges Finanzergebnis	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
EBT	**2,5**	**2,7**	**-0,4**	**-3,5**	**-10,3**	**0,7**	**7,4**
Marge	*17,6 %*	*18,8 %*	*-3,1 %*	*-23,1 %*	*-43,7 %*	*1,6 %*	*12,0 %*
Steuern gesamt	-0,8	1,2	-0,2	-1,0	-3,6	0,3	2,6
Jahresüberschuss aus fortgef. Geschäftstätigkeit	**3,3**	**1,5**	**-0,2**	**-2,5**	**-6,7**	**0,5**	**4,8**
Ergebnis aus eingest. Geschäftsbereichen (nach St.)	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Jahresüberschuss vor Anteilen Dritter	**3,3**	**1,5**	**-0,2**	**-2,5**	**-6,7**	**0,5**	**4,8**
Minderheitenanteile	0,0	0,0	0,0	-1,0	-1,5	-1,0	-0,5
Nettoergebnis	**3,3**	**1,5**	**-0,2**	**-1,5**	**-5,2**	**1,5**	**5,3**
Marge	*23,0 %*	*10,3 %*	*-1,2 %*	*-10,0 %*	*-22,0 %*	*3,2 %*	*8,6 %*
Aktienanzahl (Durchschnittlich)	4,3	4,3	4,4	4,8	4,8	4,8	4,8
EPS	**0,77**	**0,34**	**-0,04**	**-0,32**	**-1,07**	**0,30**	**1,10**
EPS adj.	0,77	0,34	-0,04	-0,32	-1,07	0,30	1,10

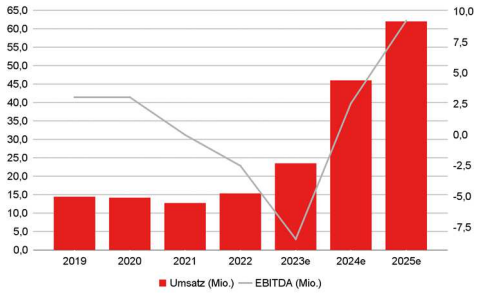
*Adjustiert um:

Guidance: 2023: Negatives EBITDA im hohes einstelligen Millionenbereich

Kennzahlen

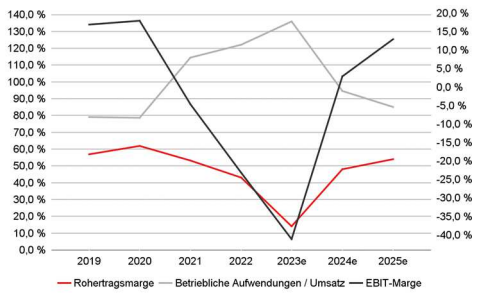
	2019	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e
Betriebliche Aufwendungen / Umsatz	79,0 %	78,6 %	114,5 %	122,1 %	136,0 %	94,5 %	85,1 %
Operating Leverage	6,7 x	-2,3 x	n.a.	24,7 x	3,2 x	n.a.	14,5 x
EBITDA / Interest expenses	178,3 x	189,4 x	n.m.	n.m.	n.m.	4,2 x	15,4 x
Steuerquote (EBT)	-30,5 %	45,3 %	59,6 %	29,5 %	35,0 %	35,0 %	35,0 %
Ausschüttungsquote	26,1 %	77,0 %	n.m.	n.m.	0,0 %	101,9 %	10,0 %
Umsatz je Mitarbeiter	n.a.	787.389	669.895	666.565	839.286	1.352.941	1.476.190

Umsatz, EBITDA
in Mio. EUR



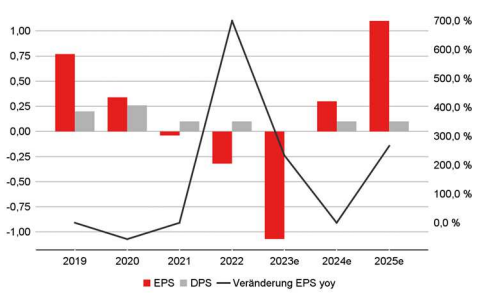
Quelle: Warburg Research

Operative Performance
in %



Quelle: Warburg Research

Ergebnis je Aktie



Quelle: Warburg Research

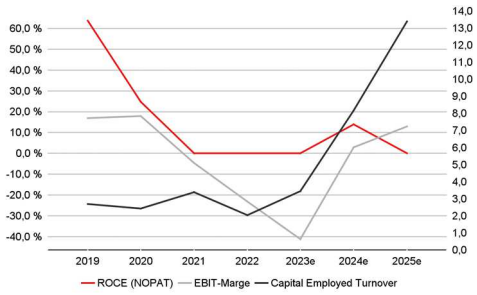
Bilanz

In EUR Mio.	2019	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e
Aktiva							
Immaterielle Vermögensgegenstände	2,7	2,4	4,1	6,0	5,3	4,6	3,9
davon übrige imm. VG	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
davon Geschäfts- oder Firmenwert	1,3	1,3	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Sachanlagen	1,3	1,2	1,5	1,5	1,6	1,7	1,8
Finanzanlagen	5,9	8,2	5,6	7,3	7,3	7,3	7,3
Sonstiges langfristiges Vermögen	0,5	0,5	1,0	0,3	0,3	0,3	0,3
Anlagevermögen	**10,4**	**12,3**	**12,1**	**15,2**	**14,6**	**14,0**	**13,4**
Vorräte	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Forderungen aus Lieferungen und Leistungen	2,1	2,3	2,3	1,2	1,9	3,7	4,9
Liquide Mittel	11,4	12,5	13,8	11,5	13,1	14,7	20,0
Sonstiges kurzfristiges Vermögen	4,2	4,4	6,0	7,8	7,8	7,8	7,8
Umlaufvermögen	**17,7**	**19,2**	**22,1**	**20,5**	**22,8**	**26,2**	**32,7**
Bilanzsumme (Aktiva)	**28,0**	**31,5**	**34,2**	**35,7**	**37,4**	**40,1**	**46,1**
Passiva							
Gezeichnetes Kapital	4,3	4,3	4,5	4,8	4,8	4,8	4,8
Kapitalrücklage	2,2	2,2	3,2	9,2	9,2	9,2	9,2
Gewinnrücklagen	8,7	9,3	8,0	5,0	-0,7	0,8	5,6
Sonstige Eigenkapitalkomponenten	0,6	1,7	0,8	0,0	-1,4	-2,5	-3,0
Buchwert	15,8	17,5	16,4	19,0	11,9	12,3	16,6
Anteile Dritter	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Eigenkapital	**15,8**	**17,5**	**16,4**	**19,0**	**11,9**	**12,3**	**16,6**
Rückstellungen gesamt	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
davon Pensions- u. ä. langfr. Rückstellungen	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Finanzverbindlichkeiten (gesamt)	1,0	0,8	1,2	0,0	8,0	8,0	8,0
Kurzfristige Finanzverbindlichkeiten	0,2	0,2	0,3	0,0	0,0	0,0	0,0
Verbindl. aus Lieferungen und Leistungen	2,1	2,8	2,1	1,6	2,4	4,7	6,3
Sonstige Verbindlichkeiten	9,1	10,4	14,5	15,1	15,1	15,1	15,1
Verbindlichkeiten	**12,1**	**14,0**	**17,8**	**16,7**	**25,5**	**27,8**	**29,4**
Bilanzsumme (Passiva)	**28,0**	**31,5**	**34,2**	**35,7**	**37,4**	**40,1**	**46,1**

Kennzahlen

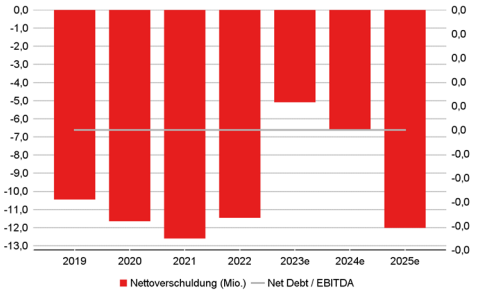
	2019	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e
Kapitaleffizienz							
Operating Assets Turnover	10,5 x	22,4 x	7,6 x	12,7 x	20,8 x	63,0 x	144,2 x
Capital Employed Turnover	2,7 x	2,4 x	3,4 x	2,0 x	3,4 x	8,2 x	13,4 x
ROA	31,9 %	11,9 %	-1,3 %	-10,2 %	-35,5 %	10,6 %	39,9 %
Kapitalverzinsung							
ROCE (NOPAT)	63,6 %	24,7 %	n.a.	n.a.	n.a.	13,9 %	n.a.
ROE	23,0 %	8,8 %	-0,9 %	-8,7 %	-33,5 %	12,2 %	36,9 %
Adj. ROE	23,0 %	8,8 %	-0,9 %	-8,7 %	-33,5 %	12,2 %	36,9 %
Bilanzqualität							
Nettoverschuldung	-10,4	-11,6	-12,6	-11,5	-5,1	-6,7	-12,0
Nettofinanzverschuldung	-10,4	-11,6	-12,6	-11,5	-5,1	-6,7	-12,0
Net Gearing	-66,0 %	-66,6 %	-77,0 %	-60,4 %	-42,7 %	-54,2 %	-72,2 %
Net Fin. Debt / EBITDA	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
Buchwert je Aktie	3,7	4,0	3,7	3,9	2,5	2,5	3,4
Buchwert je Aktie (bereinigt um iAV)	3,0	3,5	2,8	2,7	1,4	1,6	2,6

Entwicklung ROCE



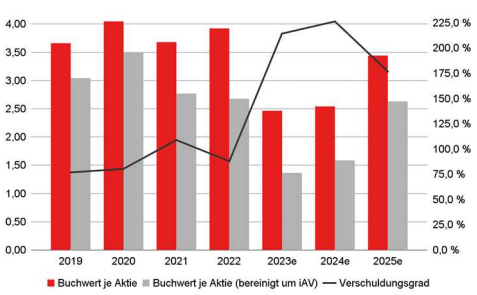
Quelle: Warburg Research

Nettoverschuldung
in Mio. EUR



Quelle: Warburg Research

Buchwert je Aktie
in EUR



Quelle: Warburg Research

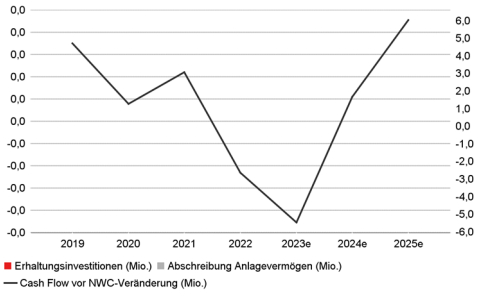
Cash flow

In EUR Mio.	2019	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e
Jahresüberschuss/ -fehlbetrag	3,3	1,5	-0,2	-2,5	-6,7	0,5	4,8
Abschreibung Anlagevermögen	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Amortisation Goodwill	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Amortisation immaterielle Vermögensgegenstände	0,6	0,5	0,6	1,0	1,2	1,2	1,2
Veränderung langfristige Rückstellungen	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Sonstige zahlungsunwirksame Erträge/Aufwendungen	0,8	-0,7	2,6	-1,2	0,0	0,0	0,0
Cash Flow vor NWC-Veränderung	**4,7**	**1,3**	**3,1**	**-2,6**	**-5,5**	**1,7**	**6,0**
Veränderung Vorräte	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Veränderung Forderungen aus L+L	-1,1	-0,1	0,0	1,0	-0,7	-1,8	-1,2
Veränderung Verb. aus L+L + erh. Anzahlungen	0,9	0,7	-0,7	-0,5	0,9	2,3	1,6
Veränderung sonstige Working Capital Posten	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Veränderung Working Capital (gesamt)	-0,3	0,6	-0,7	0,5	0,2	0,5	0,4
Cash Flow aus operativer Tätigkeit [1]	**4,4**	**1,9**	**2,3**	**-2,1**	**-5,3**	**2,2**	**6,4**
Investitionen in iAV	0,0	0,0	0,0	-1,7	-0,5	-0,5	-0,5
Investitionen in Sachanlagen	-0,1	-0,1	-0,1	-0,3	-0,1	-0,1	-0,1
Zugänge aus Akquisitionen	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Finanzanlageninvestitionen	0,3	0,3	0,3	5,9	0,0	0,0	0,0
Erlöse aus Anlageabgängen	0,0	0,4	0,9	2,8	0,0	0,0	0,0
Cash Flow aus Investitionstätigkeit [2]	**-0,6**	**-0,3**	**0,3**	**-5,0**	**-0,6**	**-0,6**	**-0,6**
Veränderung Finanzverbindlichkeiten	0,0	0,0	0,0	0,0	8,0	0,0	0,0
Dividende Vorjahr	-0,7	-0,9	-1,2	-0,5	-0,5	0,0	-0,5
Erwerb eigener Aktien	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Kapitalmaßnahmen	0,0	0,0	0,0	5,6	0,0	0,0	0,0
Sonstiges	0,0	0,3	-0,1	-0,3	0,0	0,0	0,0
Cash Flow aus Finanzierungstätigkeit [3]	**-0,7**	**-0,5**	**-1,3**	**4,7**	**7,5**	**0,0**	**-0,5**
Veränderung liquide Mittel [1]+[2]+[3]	**3,1**	**1,1**	**1,3**	**-2,3**	**1,6**	**1,6**	**5,4**
Effekte aus Wechselkursänderungen	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Endbestand liquide Mittel	11,4	12,5	13,8	11,5	13,1	14,7	20,0

Kennzahlen

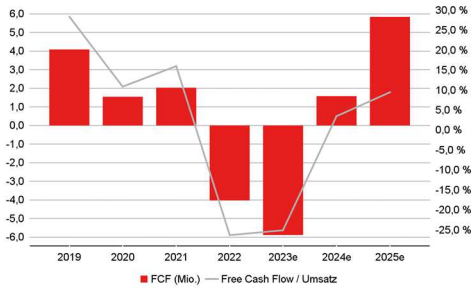
	2019	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e
Kapitalfluss							
FCF	4,1	1,5	2,0	-4,0	-5,9	1,6	5,8
Free Cash Flow / Umsatz	28,3 %	10,9 %	15,9 %	-26,3 %	-25,1 %	3,4 %	9,4 %
Free Cash Flow Potential	3,8	1,8	0,2	-1,5	-4,9	2,3	6,6
Free Cash Flow / Jahresüberschuss	123,2 %	105,5 %	-1292,3 %	261,5 %	113,9 %	106,8 %	109,4 %
Zinserträge / Avg. Cash	1,7 %	1,0 %	1,7 %	0,3 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %
Zinsaufwand / Avg. Debt	3,6 %	1,8 %	2,0 %	4,5 %	15,0 %	7,5 %	7,5 %
Verwaltung von Finanzmitteln							
Investitionsquote	0,7 %	0,6 %	0,6 %	12,5 %	2,6 %	1,3 %	1,0 %
Maint. Capex / Umsatz	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %
CAPEX / Abschreibungen	16,8 %	16,0 %	12,5 %	186,7 %	50,0 %	50,0 %	50,0 %
Avg. Working Capital / Umsatz	-0,5 %	-1,6 %	-1,2 %	-0,4 %	-1,7 %	-1,6 %	-1,9 %
Forderungen LuL / Verbindlichkeiten LuL	103,5 %	81,4 %	109,6 %	79,4 %	79,2 %	78,7 %	77,8 %
Vorratsumschlag	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
Receivables collection period (Tage)	54	58	65	29	30	29	29
Payables payment period (Tage)	121	188	97	59	43	72	81
Cash conversion cycle (Tage)	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.

Investitionen und Cash Flow
in Mio. EUR



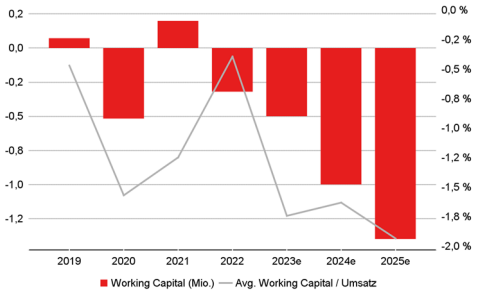
Quelle: Warburg Research

Free Cash Flow Generation



Quelle: Warburg Research

Working Capital



Quelle: Warburg Research

RECHTSHINWEIS / DISCLAIMER

Dieser Research Report („Anlageempfehlung“) wurde von der Warburg Research GmbH, einer 100%-Tochter der M.M.Warburg & CO (AG & Co.) KGaA, erstellt; und wird von der M.M.Warburg & CO (AG & Co.) KGaA weitergegeben. Er ist ausschließlich für den Empfänger bestimmt und darf nicht ohne deren vorherige Zustimmung an ein anderes Unternehmen weitergegeben werden, unabhängig davon, ob es zum gleichen Konzern gehört oder nicht. Er enthält ausgewählte Informationen und erhebt nicht den Anspruch auf Vollständigkeit. Die Anlageempfehlung stützt sich auf allgemein zugängliche Informationen und Daten ("Information"), die als zuverlässig gelten. Die Warburg Research GmbH hat die Information jedoch nicht auf ihre Richtigkeit oder Vollständigkeit geprüft und übernimmt für die Richtigkeit und Vollständigkeit der Information keine Haftung. Etwaige unvollständige oder unrichtige Informationen begründen keine Haftung der M.M.Warburg & CO (AG & Co.) KGaA oder der Warburg Research GmbH für Schäden gleich welcher Art, und M.M.Warburg & CO (AG & Co.) KGaA und Warburg Research GmbH haften nicht für indirekte und/oder direkte Schäden und/oder Folgeschäden. Insbesondere übernehmen M.M.Warburg & CO (AG & Co.) KGaA und Warburg Research GmbH keine Haftung für in diesen Anlageempfehlungen enthaltene Aussagen, Planungen oder sonstige Einzelheiten bezüglich der untersuchten Unternehmen, deren verbundener Unternehmen, Strategien, Markt- und/oder Wettbewerbslage, konjunkturelle und/oder gesetzliche Rahmenbedingungen usw. Obwohl die Anlageempfehlung mit aller Sorgfalt zusammengestellt wurde, können Fehler oder Unvollständigkeiten nicht ausgeschlossen werden. M.M.Warburg & CO (AG & Co.) KGaA und Warburg Research GmbH, deren Anteilseigner und Angestellte übernehmen keine Haftung für die Richtigkeit oder Vollständigkeit der Aussagen, Einschätzungen, Empfehlungen oder Schlüsse, die aus in dieser Analyse enthaltenen Informationen abgeleitet werden. Soweit eine Anlageempfehlung im Rahmen einer bestehenden vertraglichen Beziehung, z.B. einer Finanzberatung oder einer ähnlichen Dienstleistung, ausgehändigt wird, ist die Haftung der M.M.Warburg & CO (AG & Co.) KGaA und der Warburg Research GmbH auf grobe Fahrlässigkeit und Vorsatz begrenzt. Sollten wesentliche Angaben unterlassen worden sein, haften M.M.Warburg & CO (AG & Co.) KGaA und Warburg Research GmbH für einfache Fahrlässigkeit. Der Höhe nach ist die Haftung von M.M.Warburg & CO (AG & Co.) KGaA und Warburg Research GmbH auf Ersatz von typischen und vorhersehbaren Schäden begrenzt. Die Anlageempfehlung stellt weder ein Angebot noch eine Aufforderung zur Abgabe eines Angebots zum Kauf oder Verkauf eines Wertpapiers dar. Es ist möglich, dass Gesellschafter, Geschäftsleitung oder Angestellte der M.M.Warburg & CO (AG & Co.) KGaA, der Warburg Research GmbH oder mit ihr verbundenen Unternehmen in verantwortlicher Stellung, z.B. als Mitglied des Aufsichtsrats, in den in der Analyse genannten Gesellschaften tätig sind. Die in dieser Anlageempfehlung enthaltenen Meinungen können ohne Ankündigung geändert werden. Die in diesem Research-Bericht zum Ausdruck gebrachten Ansichten spiegeln die persönlichen Ansichten des Research-Analysten über die jeweiligen Wertpapiere und Emittenten korrekt wider. Sofern im Research-Bericht nicht anders angegeben, war, ist oder wird kein Teil der Vergütung des Research-Analysten direkt oder indirekt mit den spezifischen Empfehlungen oder Ansichten im Research-Bericht verbunden sein. Alle Rechte vorbehalten.

URHEBERRECHTE

Das Werk einschließlich aller Teile ist urheberrechtlich geschützt. Jede Verwendung außerhalb der Grenzen des Urheberrechtsgesetzes ist ohne Zustimmung unzulässig und strafbar. Dies gilt insbesondere für Vervielfältigungen, Übersetzungen, Mikroverfilmungen, die Einspeicherung und Verarbeitung in elektronischen Medien des gesamten Inhalts oder von Teilen.

ERKLÄRUNG GEMÄß § 85 WPHG/MAR/MIFID II EINSCHL. DELEGIERTE VERORDNUNGEN (EU) 2016/958 UND (EU) 2017/565

Die Bewertung, die der Anlageempfehlung für das hier analysierte Unternehmen zugrunde liegt, stützt sich auf allgemein anerkannte und weit verbreitete Methoden der fundamentalen Analyse, wie z.B. DCF-Modell, Free Cash Flow Value Potential, NAV, Peer-Gruppen- Vergleich oder Sum-of-the-parts-Modell (siehe auch http://www.mmwarburg.de/disclaimer/disclaimerG.htm#Bewertung). Das Ergebnis dieser fundamentalen Bewertung wird angepasst, um der Einschätzung des Analysten bezüglich der zu erwartenden Entwicklung der Anlegerstimmung und deren Auswirkungen auf den Aktienkurs Rechnung zu tragen.

Unabhängig von der verwendeten Bewertungsmethode besteht das Risiko, dass das Kursziel nicht erreicht wird, z.B. aufgrund unvorhergesehener Veränderungen der Nachfrage nach den Produkten des Unternehmens, Änderungen des Managements, der Technologie, der konjunkturellen Entwicklung, der Zinsentwicklung, der operativen und/oder Materialkosten, des Wettbewerbsdrucks, des Aufsichtsrechts, des Wechselkurses, der Besteuerung etc.. Bei Anlagen in ausländischen Märkten und Instrumenten gibt es weitere Risiken, etwa aufgrund von Wechselkursänderungen oder Änderungen der politischen und sozialen Bedingungen.

Diese Ausarbeitung reflektiert die Meinung des jeweiligen Verfassers zum Zeitpunkt ihrer Erstellung. Eine Änderung der der Bewertung zugrundeliegenden fundamentalen Faktoren kann nachträglich dazu führen, dass die Bewertung nicht mehr zutreffend ist. Ob und in welchem zeitlichen Abstand eine Aktualisierung dieser Ausarbeitung erfolgt, ist vorab nicht festgelegt worden.

Es wurden zusätzliche interne und organisatorische Vorkehrungen zur Prävention oder Behandlung von Interessenkonflikten getroffen. Hierzu zählt unter anderem die räumliche Trennung der Warburg Research GmbH von M.M.Warburg & CO (AG & Co.) KGaA und die Schaffung von Vertraulichkeitsbereichen. Dadurch wird der Austausch von Informationen verhindert, die Interessenkonflikte der Warburg Research GmbH in Bezug auf den analysierten Emittenten oder dessen Finanzinstrumenten begründen können.

Die Analysten der Warburg Research GmbH beziehen keine Vergütung - weder direkt noch indirekt - aus Investmentbanking-Geschäften von M.M.Warburg & CO (AG & Co.) KGaA oder eines Unternehmens der Warburg-Gruppe.

Alle Preise von Finanzinstrumenten, die in dieser Anlageempfehlung angegeben werden, sind Schlusskurse des dem jeweiligen ausgewiesenen Veröffentlichungsdatums vorangegangen Börsenhandelstages, soweit nicht ausdrücklich ein anderer Zeitpunkt genannt wird.

M.M.Warburg & CO (AG & Co.) KGaA und Warburg Research GmbH unterliegen der Aufsicht durch die BaFin – Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht. M.M.Warburg & CO (AG & Co.) KGaA unterliegt darüber hinaus der Aufsicht der Europäischen Zentralbank (EZB).

QUELLEN

Wenn nicht anders angegeben von Warburg Research, stammen alle **kursrelevanten Daten und Consensus Schätzungen** von FactSet.

Der **Warburg ESG Risk Score** basiert auf Informationen von © 2020 MSCI ESG Research LLC. Mit Genehmigung reproduziert. Obwohl die Informationsanbieter von Warburg Research, einschließlich und ohne Einschränkung MSCI ESG Research LLC und ihre verbundenen Unternehmen (die "ESG-Parteien"), Informationen (die "Informationen") aus Quellen beziehen, die sie für zuverlässig halten, gewährleistet oder garantiert keine der ESG-Parteien die Originalität, Richtigkeit und/oder Vollständigkeit der hierin enthaltenen Daten und schließt ausdrücklich alle ausdrücklichen oder stillschweigenden Gewährleistungen aus, einschließlich derer der Marktgängigkeit und Eignung für einen bestimmten Zweck. Die Informationen dürfen nur für Ihren internen Gebrauch verwendet werden, dürfen in keiner Form reproduziert oder weiterverbreitet werden und dürfen nicht als Grundlage oder Bestandteil von Finanzinstrumenten oder Produktindizes verwendet werden. Ferner darf keine der Informationen an sich dazu verwendet werden, zu bestimmen, welche Wertpapiere gekauft oder verkauft werden oder wann sie gekauft oder verkauft werden. Keine der ESG-Parteien haftet für Fehler oder Auslassungen im Zusammenhang mit den hierin enthaltenen Daten oder für direkte, indirekte, konkrete, Straf-, Folge- oder sonstige Schäden (einschließlich entgangener Gewinne), selbst wenn auf die Möglichkeit hingewiesen wurde.

Zusätzliche Informationen für Kunden in den USA

1. Dieser Research Report (der „Report“) ist ein Produkt der Warburg Research GmbH, Deutschland, einer 100%-Tochter der M.M.Warburg & CO (AG & Co.) KGaA, Deutschland (im Folgenden zusammen als „Warburg“ bezeichnet). Warburg ist der Arbeitgeber des jeweiligen Research-Analysten, der den Report erstellt hat. Der Research-Analyst hat seinen Wohnsitz außerhalb der USA und ist keine mit einem US-regulierten Broker-Dealer verbundene Person und unterliegt damit auch nicht der Aufsicht eines US-regulierten Broker-Dealers.

2. Zur Verteilung in den USA ist dieser Report ausschließlich an „große institutionelle US-Investoren“ gerichtet, wie in Rule 15a-6 gemäß dem U.S. Securities Exchange Act von 1934 beschrieben.

3. CIC (Crédit Industriel et Commercial) und M.M. Warburg & CO haben ein Research Distribution Agreement abgeschlossen, das CIC Market Solutions die exklusive Verbreitung des Research-Produkts der Warburg Research GmbH in Frankreich, den USA und Kanada sichert.

4. Die Research Reports werden in den USA von CIC („CIC“) gemäß einer Vereinbarung nach SEC Rule 15a-6 mit CIC Market Solutions Inc. („CICI“), einem in den USA registrierten Broker-Dealer und einem mit CIC verbundenen Unternehmen, verbreitet und ausschließlich an Personen verteilt, die als „große institutionelle US-Investoren“ gemäß der Definition in SEC Rule 15a-6 des Securities Exchange Act von 1934 gelten.

5. Personen, die keine großen institutionellen US-Investoren sind, dürfen sich nicht auf diese Kommunikation stützen. Die Verteilung dieses Research Reports an eine Person in den USA stellt weder eine Empfehlung zur Durchführung von Transaktionen mit den hierin besprochenen Wertpapieren noch eine Billigung der hierin zum Ausdruck gebrachten Meinungen dar.

Hinweis gem. § 85 WpHG und Art. 20 MAR auf mögliche Interessenkonflikte in Bezug auf analysierte Unternehmen:

-1- Warburg Research oder mit diesem verbundene Unternehmen oder ein für die Erstellung der Analyse verantwortlicher Mitarbeiter dieser Unternehmen halten an dem Grundkapital des analysierten Unternehmens eine **Beteiligung von mehr als 5%**.

-2- Warburg Research oder mit diesem verbundene Unternehmen waren innerhalb der vorangegangenen zwölf Monate an der Führung eines **Konsortiums** für eine Emission im Wege eines öffentlichen Angebots von solchen Finanzinstrumenten beteiligt, die selbst oder deren Emittenten Gegenstand der Anlageempfehlung sind.

-3- Mit Warburg Research verbundene Unternehmen **betreuen Finanzinstrumente**, die selbst oder deren Emittenten Gegenstand der Anlageempfehlung sind, an einem Markt durch das Einstellen von Kauf- oder Verkaufsaufträgen.

-4- MMWB, Warburg Research oder ein verbundenes Unternehmen hat mit dem Emittenten eine Vereinbarung über die Erbringung von **Investmentbanking- und/oder Wertpapierdienstleistungen** getroffen und die betreffende Vereinbarung war die vorausgegangenen 12 Monate in Kraft oder es ergab sich für diesen Zeitraum auf ihrer Grundlage die Verpflichtung zur Zahlung oder zum Erhalt einer Leistung oder Entschädigung - vorausgesetzt, dass diese Offenlegung nicht die Offenlegung vertraulicher Geschäftsinformationen zur Folge hat.

-5- Das die Analyse erstellende Unternehmen oder ein mit ihm verbundenes Unternehmen hat mit dem analysierten Unternehmen eine **Vereinbarung zu der Erstellung der Anlageempfehlung** getroffen.

-6a- Warburg Research oder mit diesem verbundene Unternehmen halten an dem gesamten emittierten Aktienkapital des analysierten Unternehmens eine **Nettokaufposition von mehr als 0,5%**.

-6b- Warburg Research oder mit diesem verbundene Unternehmen halten an dem gesamten emittierten Aktienkapital des analysierten Unternehmens eine **Nettoverkaufsposition von mehr als 0,5%**.

-6c- Der **Emittent hält Anteile von über 5%** des gesamten emittierten Kapitals von Warburg Research oder mit diesem verbundenen Unternehmen.

-7- Das die Analyse erstellende Unternehmen, mit diesem verbundene Unternehmen oder ein Mitarbeiter dieser Unternehmen hat **sonstige bedeutende Interessen** im Bezug auf das analysierte Unternehmen, wie z.B. die Ausübung von Mandaten beim analysierten Unternehmen.

Diese Finanzanalyse wurde vor ihrer Veröffentlichung dem Emittenten zugänglich gemacht.

Unternehmen	Disclosure	Link zu historischen Kurszielen und Ratingänderungen (letzte 12 Monate)
pferdewetten.de	4, 5	https://www.mmwarburg.com/disclaimer/disclaimer_de/DE000A2YN777.htm

ANLAGEEMPFEHLUNG

Anlageempfehlung: Erwartete Entwicklung des Preises des Finanzinstruments bis zum angegebenen Kursziel, nach Meinung des dieses Finanzinstrument betreuenden Analysten.

-K-	**Kaufen:**	Es wird erwartet, dass der Preis des analysierten Finanzinstruments in den nächsten 12 Monaten steigt.
-H-	**Halten:**	Es wird erwartet, dass der Preis des analysierten Finanzinstruments in den nächsten 12 Monaten weitestgehend stabil bleibt.
-V-	**Verkaufen:**	Es wird erwartet, dass der Preis des analysierten Finanzinstruments in den nächsten 12 Monaten fällt.
"-"	**Empfehlung ausgesetzt:**	Die Informationslage lässt eine Beurteilung des Unternehmens momentan nicht zu.

WARBURG RESEARCH GMBH - ANALYSIERTES UNIVERSUM NACH ANLAGEEMPFEHLUNG

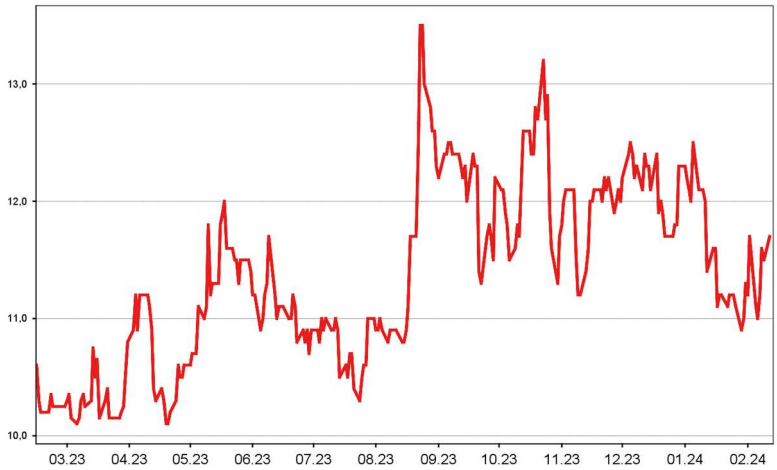
Empfehlung	Anzahl Unternehmen	% des Universums
Kaufen	150	71
Halten	48	23
Verkaufen	7	3
Empf. ausgesetzt	7	3
Gesamt	**212**	**100**

WARBURG RESEARCH GMBH - ANALYSIERTES UNIVERSUM NACH ANLAGEEMPFEHLUNG …

… unter Berücksichtigung nur der Unternehmen, für die in den vergangenen zwölf Monaten wesentliche - Wertpapierdienstleistungen erbracht wurden.

Empfehlung	Anzahl Unternehmen	% des Universums
Kaufen	47	82
Halten	7	12
Verkaufen	0	0
Empf. ausgesetzt	3	5
Gesamt	**57**	**100**

KURS- UND EMPFEHLUNGSHISTORIE [PFERDEWETTEN.DE] AM [13.02.2024]



Im Chart werden Markierungen angezeigt, wenn die Warburg Research GmbH in den vergangenen 12 Monaten das Rating geändert hat. Jede Markierung repräsentiert das Datum und den Schlusskurs am Tag der Ratinganpassung.

EQUITIES

Matthias Rode +49 40 3282-2678
Head of Equities mrode@mmwarburg.com

RESEARCH

Michael Heider +49 40 309537-280
Head of Research mheider@warburg-research.com

Henner Rüschmeier +49 40 309537-270
Head of Research hrueschmeier@warburg-research.com

Stefan Augustin +49 40 309537-168
Cap. Goods, Engineering saugustin@warburg-research.com

Jan Bauer +49 40 309537-155
Renewables jbauer@warburg-research.com

Christian Cohrs +49 40 309537-175
Industrials & Transportation ccohrs@warburg-research.com

Dr. Christian Ehmann +49 40 309537-167
BioTech, Life Science cehmann@warburg-research.com

Felix Ellmann +49 40 309537-120
Software, IT fellmann@warburg-research.com

Jörg Philipp Frey +49 40 309537-258
Retail, Consumer Goods jfrey@warburg-research.com

Marius Fuhrberg +49 40 309537-185
Financial Services mfuhrberg@warburg-research.com

Fabio Hölscher +49 40 309537-240
Automobiles, Car Suppliers fhoelscher@warburg-research.com

Philipp Kaiser +49 40 309537-260
Real Estate, Construction pkaiser@warburg-research.com

Thilo Kleibauer +49 40 309537-257
Retail, Consumer Goods tkleibauer@warburg-research.com

Hannes Müller +49 40 309537-255
Software, IT hmueller@warburg-research.com

Andreas Pläsier +49 40 309537-246
Banks, Financial Services aplaesier@warburg-research.com

Malte Schaumann +49 40 309537-170
Technology mschaumann@warburg-research.com

Oliver Schwarz +49 40 309537-250
Chemicals, Agriculture oschwarz@warburg-research.com

Simon Stippig +49 40 309537-265
Real Estate, Telco sstippig@warburg-research.com

Marc-René Tonn +49 40 309537-259
Automobiles, Car Suppliers mtonn@warburg-research.com

Robert-Jan van der Horst +49 40 309537-290
Technology rvanderhorst@warburg-research.com

Andreas Wolf +49 40 309537-140
Software, IT awolf@warburg-research.com

INSTITUTIONAL EQUITY SALES

Marc Niemann +49 40 3282-2660
Head of Equity Sales, Germany mniemann@mmwarburg.com

Tim Beckmann +49 40 3282-2665
United Kingdom tbeckmann@mmwarburg.com

Lea Bogdanova +49 69 5050-7411
United Kingdom, Ireland lbogdanova@mmwarburg.com

Jens Buchmüller +49 69 5050-7415
Scandinavia, Austria jbuchmueller@mmwarburg.com

Matthias Fritsch +49 40 3282-2696
United Kingdom mfritsch@mmwarburg.com

Maximilian Martin +49 69 5050-7413
Austria, Poland mmartin@mmwarburg.com

Rudolf Alexander Michaelis +49 40 3282-2649
Germany rmichaelis@mmwarburg.com

Roman Alexander Niklas +49 69 5050-7412
Switzerland rniklas@mmwarburg.com

Antonia Möller +49 69 5050-7417
Roadshow/Marketing amoeller@mmwarburg.com

Charlotte Wernicke +49 40 3282-2669
Roadshow/Marketing cwernicke@mmwarburg.com

Juliane Niemann +49 40 3282-2694
Roadshow/Marketing jniemann@mmwarburg.com

SALES TRADING

Oliver Merckel +49 40 3282-2634
Head of Sales Trading omerckel@mmwarburg.com

Rico Müller +49 40 3282-2685
Sales Trading rmueller@mmwarburg.com

Bastian Quast +49 40 3282-2701
Sales Trading bquast@mmwarburg.com

DESIGNATED SPONSORING

Marcel Magiera +49 40 3282-2662
Designated Sponsoring mmagiera@mmwarburg.com

Sebastian Schulz +49 40 3282-2631
Designated Sponsoring sschulz@mmwarburg.com

Jörg Treptow +49 40 3282-2658
Designated Sponsoring jtreptow@mmwarburg.com

MACRO RESEARCH

Carsten Klude +49 40 3282-2572
Macro Research cklude@mmwarburg.com

Dr. Christian Jasperneite +49 40 3282-2439
Investment Strategy cjasperneite@mmwarburg.com

Our research can be found under:

Warburg Research	research.mmwarburg.com/en/index.html	LSEG	www.lseg.com
Bloomberg	RESP MMWA GO	Capital IQ	www.capitaliq.com
FactSet	www.factset.com		

For access please contact:

Andrea Schaper +49 40 3282-2632
Sales Assistance aschaper@mmwarburg.com

Kerstin Muthig +49 40 3282-2703
Sales Assistance kmuthig@mmwarburg.com