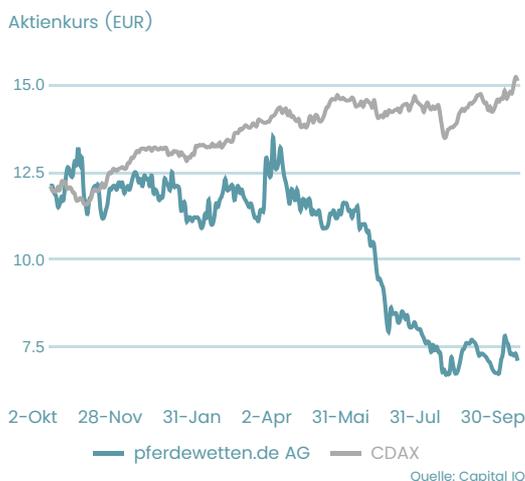


<b>Empfehlung</b>	<b>Kaufen</b>
<b>Kursziel</b>	<b>14,00 EUR (zuvor: 16,00 EUR)</b>
<b>Kurspotenzial</b>	<b>97%</b>
<b>Aktien Daten</b>	
Kurs (Schlusskurs Vortag in EUR)	7,10
Aktienzahl (in Mio.)	5,6
Marketkap. (in Mio. EUR)	39,7
Handelsvol. (Ø 3 Monate; in Tsd. Aktien)	3,2
Enterprise Value (in Mio. EUR)	55,1
Ticker	EMH
<b>Guidance</b>	
Umsatzwachstum	im hohen zweit. %-Bereich
EBITDA	neg. mittl. einst. Mio. Bereich



<b>Aktionärsstruktur</b>	
Streubesitz	62,5%
Management	8,4%
Tullna AG	6,9%
Weiss media GmbH	6,5%
Andere	15,7%

<b>Termine</b>	
HV	31. Oktober 2024
Q3 Bericht	11. November 2024
	-

<b>Prognoseanpassung</b>			
	<b>2024e</b>	<b>2025e</b>	<b>2026e</b>
<b>Umsatz (alt)</b>	<b>55,8</b>	<b>82,1</b>	<b>102,5</b>
Δ	-16,8%	-15,4%	-4,8%
<b>EBIT (alt)</b>	<b>-0,9</b>	<b>2,7</b>	<b>6,2</b>
Δ	n.m.	-80,4%	-41,0%
<b>EPS (alt)</b>	<b>-0,23</b>	<b>0,17</b>	<b>0,58</b>
Δ	n.m.	n.m.	-55,2%

**Analyst**  
 Tim Kruse, CFA  
 +49 40 41111 37 84  
 t.kruse@montega.de

**Publikation**  
 Comment 1. Oktober 2024

## Pferdewetten.de plant Wandelanleihe zur Absicherung der nächsten strategischen Schritte

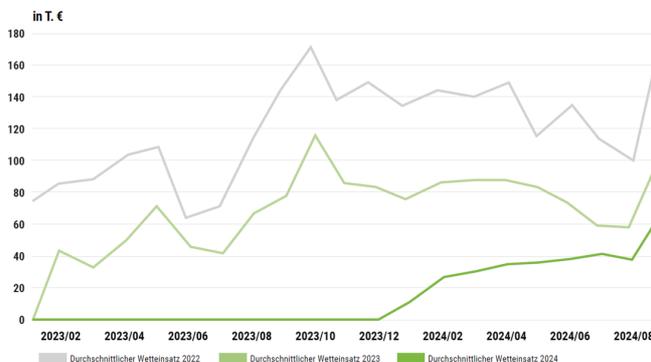
Die Pferdewetten.de AG hat in einem Call am 26.09. Details zu der geplanten Wandelanleihe bekannt gegeben und ist in diesem Zusammenhang auf die Geschäftsentwicklung im ersten Halbjahr sowie die aktuelle Lage eingegangen.

<b>pferdewetten.de AG - Q2 2024</b>	<b>Q2/24</b>	<b>Q2/24e</b>	<b>Q2/23</b>	<b>yoy</b>
Umsatz	11,4	13,1	5,4	109,6%
EBITDA	-2,1	-0,5	-2,5	n.m.

Quelle: Unternehmen, Montega

Insgesamt legte der Umsatz im zweiten Quartal gegenüber dem Vorjahr aufgrund der weiteren Expansion im Bereich **Sportwette Retail** deutlich zu. Der Umsatz in diesem Bereich mit 8,3 Mio. EUR hinter unserer Erwartung zurück (MONE: 10,0 Mio. EUR), was ursächlich auf ein geringer als erwartetes Spielvolumen zurückzuführen ist. Dieses lag mit 26,0 Mio. EUR zwar deutlich über dem Vorjahr (7,7 Mio. EUR), aber unter dem Wert des ersten Quartals (26,8 Mio. EUR). Die Abweichung resultiert aus einer geringeren Anzahl an Neueröffnungen in Q2 (IST: 19 vs. MONE: 30), einem marktbedingt niedrigeren Spielvolumen sowie einem geringer als erwarteten Umsatzbeitrag der in 2024 eröffneten Shops. Zu letzterem Effekt hat das Unternehmen im Conference Call eine Grafik gezeigt, welche zum einen die Anlaufkurve der neuen Shops zeigt und zum anderen illustriert, dass die durchschnittlichen Wetteinsätze der Shops in der Gesamtheit (das Jahr 2022 enthält nur 10 Shops) im Schnitt noch unter der ursprünglichen Erwartung von 100.000 Euro pro Shop und Monat hinterherhinken.

### Durchschnittlicher Wetteinsatz pro Shop nach Jahr der Eröffnung



Hinzu kommt, dass das Unternehmen den Shop-Betreibern als Anreiz Freimonate gewährt, in denen die Partner eine reduzierte Franchise-Gebühr an Sportwetten.de abführen (marktübliche Gebühr beträgt ca. 20% vom Spielvolumen).

Weiter auf der nächsten Seite -->

<b>Geschäftsjahresende: 31.12.</b>	<b>2022</b>	<b>2023e</b>	<b>2024e</b>	<b>2025e</b>	<b>2026e</b>
Umsatz	15,3	22,0	46,4	69,5	97,5
Veränderung yoy	20,5%	43,4%	111,2%	49,6%	40,4%
EBITDA	-2,5	-9,1	-5,5	3,4	6,6
EBIT	-3,5	-10,9	-8,3	0,5	3,7
Jahresüberschuss	-1,5	-6,1	-6,7	-0,3	1,4
Rohertagsmarge	43,1%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%
EBITDA-Marge	-16,4%	-41,2%	-11,9%	4,8%	6,8%
EBIT-Marge	-23,1%	-49,7%	-17,9%	0,7%	3,8%
Net Debt	3,5	17,4	29,9	28,0	23,7
Net Debt/EBITDA	-1,4	-1,9	-5,4	8,3	3,6
ROCE	-19,4%	-42,7%	-26,8%	2,0%	20,6%
EPS	-0,32	-1,26	-1,22	-0,06	0,26
FCF je Aktie	-0,84	-1,43	-1,14	0,34	0,77
Dividende	0,00	0,00	0,00	-0,01	0,08
Dividendenrendite	0,0%	0,0%	0,0%	-0,1%	1,1%
EV/Umsatz	3,6	2,5	1,2	0,8	0,6
EV/EBITDA	n.m.	n.m.	n.m.	16,4	8,3
EV/EBIT	n.m.	n.m.	n.m.	105,7	15,0
KGV	n.m.	n.m.	n.m.	n.m.	27,3
KBV	2,0	2,9	5,6	5,8	4,8

Quelle: Unternehmen, Montega, Capital IQ

Angaben in Mio. EUR, EPS in EUR Kurs: 7,10 EUR

Für das erste Halbjahr 2024 hat das Unternehmen diesen Effekt im Conference Call auf ca. 0,8 Mio. EUR beziffert, was nach unseren Berechnungen zu einer durchschnittlichen Franchise-Gebühr von ca. 15% für H1/24 führt. Dieser Effekt sollte sich aber mit der Zeit und der zunehmenden Anzahl der Shops reduzieren und sukzessive den geplanten 20% annähern. Zudem kann das Unternehmen nach eigenen Angaben aufgrund der immer größeren Marktpräsenz mittlerweile auch Vereinbarungen leicht über dem 20%-Niveau abschließen. Zusammen mit den "Investitionen" von ca. 30.000 EUR pro Shop, die bis auf die Terminals (ca. 6.000/Terminal) unmittelbar ergebniswirksam sind, führten die oben genannten Effekte zu einem weiterhin negativen EBITDA von -1,3 Mio. EUR in Q2 (MONe: -1,0 Mio. EUR), wengleich eine sequenzielle Verbesserung zum Q1 ersichtlich ist (Q1/24: -1,9 Mio. EUR). Derweil schreitet das Unternehmen in der Expansion ungebremst voran und ist auf gutem Wege, das erklärte Ziel von 220 Shops zum Jahresende 2024 zu erreichen. Damit nimmt u.E. auch die Visibilität der avisierten 550 Shops bis Ende 2027 stetig zu.

Der Bereich **Sportwette Online** ist mit einem EBITDA von -0,7 Mio. EUR immer noch deutlich defizitär und zeigt auch gegenüber dem Vorquartal kaum Verbesserungen, sodass wir von unserer ursprünglichen Erwartung eines ausgeglicheneren EBITDA in H2 für die Sportwette Online Abstand nehmen. In diesem Zusammenhang ist jedoch erwähnenswert, dass der Retail-Bereich ebenfalls von der Sportwette Online profitieren dürfte, da viele Kunden, die über die stationären Shops gewonnen werden, auch online spielen, aber nicht dem Segment Sportwette Online zugeordnet werden.

Die stärkste Abweichung von unseren Erwartungen gab es im Geschäftsbereich **Pferdewette**, indem erstmals seit langer Zeit ein negatives EBITDA in Höhe von -0,1 Mio. EUR (MONe: 0,7 Mio. EUR) ausgewiesen wurde. Ein wesentlicher Grund ist das anhaltend niedrige Spielvolumen, das mit 86,7 Mio. EUR zwar auf einem vergleichbaren Niveau wie in Q1/24 und Q3/23 lag (Q4/23 wegen noch ausstehendem Jahresabschluss 2023 nicht verfügbar), damit aber deutlich unter dem Durchschnitt der Vorjahre von über 100 Mio. EUR pro Quartal liegt. Dies resultiert nach Angaben des Managements zum einen aus zunehmenden regulatorischen Limitierungen auf bestimmte Wetten im wichtigen französischen Markt und ist zum anderen auf anhaltend geringere Wettaktivitäten von einigen bedeutenden Kunden zurückzuführen. Zudem verweist das Unternehmen im Hinblick auf die schwache Profitabilität des Bereichs auf steigende Kosten bei diversen Dienstleistungen (z.B. Rechte für Live-Bilder) und auf eine noch nicht verursachungsgerechte Verrechnung von gestiegenen Holdingkosten, welche die Ergebnislage der Pferdewette über die Maße belasten. Da insbesondere die regulatorischen Veränderungen in Frankreich nachhaltig sein dürften, erwarten wir bis auf weiteres eine deutlich reduzierte Ertragskraft in diesem Geschäftsbereich (nun 2,0-2,5 Mio. EBITDA pro Jahr vs. vormals 4,0-4,5 Mio. EUR).

**Ausblick 2024 und 2025:** Im Rahmen der Q2-Zahlen hat das Unternehmen die ursprüngliche EBITDA Erwartung von -2 Mio. bis +2 Mio. auf ein EBITDA im negativen mittleren einstelligen Millionenbereich reduziert. Grund hierfür dürften die enttäuschende Entwicklung im Bereich Pferdewette sowie die beschriebenen belastenden Faktoren im Bereich Sportwette sein. Hinzu kommen eine Reihe außerordentlicher Aufwendungen im Rahmen des Jahresabschlusses und der Restrukturierung einiger Unternehmensbereiche. Für das Jahr 2025 erwartet das Unternehmen hingegen ein deutlich positives EBITDA in der Größenordnung von 7,8 Mio. EUR. Dies impliziert jedoch eine vollständige Übernahme der bereits zu 30% erworbenen Retail Shops zum 01.01.2025 sowie geplante Kosteneinsparungen in Höhe von 2,5 Mio. EUR p.a. ab 2025. Der Jahresabschluss soll nach Aussagen des neuen CFOs im Conference Call nun unmittelbar bevorstehen, nachdem bereits einige Investoren feste Zeichnungsabsichten bezüglich der geplanten Wandelanleihe abgegeben haben und der Wirtschaftsprüfer daher dem Going Concern stattgegeben haben soll.

**Prognosenanpassung:** Wir haben unsere Prognosen umfangreich überarbeitet. Diese berücksichtigen nun zum einen die geringere Ergebniserwartung für das Jahr 2024 sowie die aktuellen Informationen zur durchschnittlichen Entwicklung der Wetteinsätze der Shops in der Anlaufphase. Außerdem haben wir die Ergebniserwartung für den Bereich der Pferdewette für 2024ff. aufgrund der aktuellen Rahmenbedingungen reduziert. Zudem haben wir die vollständige Übernahme der aktuell zu 30% gehaltenen 17 Retailshops nicht in der Planung berücksichtigt, da hierfür die Finanzierung (Nordic Bond) noch aussteht. Gleichzeitig steigt u.E. durch anhaltende Dynamik in der Shop-Expansion sowie die Unsicherheit bezüglich der Wettlizenz von bet3000 (ca. 250 Shops in DE) die Visibilität bezüglich des erklärten Ziels, mit ca. 550 Shops bis Ende 2027 die klare Nr. 2 im deutschen stationären Glücksspielmarkt zu sein. Entsprechend haben wir unsere Planung der Shops bis Ende 2027 von bislang 390 auf nun 450 erhöht.

**Fazit:** Die aktuelle Ergebnislage des Unternehmens im Bereich Sportwette Retail ist noch nicht zufriedenstellend, dürfte sich aber durch die starke Kostendegression (ca. 10 Mio. EUR Fixkosten) sowie die aktuell belastenden Effekte aus dem Hochlaufen vieler Shops sukzessive verbessern. Entsprechend setzt das Management die Expansion ungebremst fort und wird dabei von Investoren mit tiefer Branchenkenntnis unterstützt. Auch unser DCF-Modell führt nach der Prognoseanpassung weiterhin zu einem signifikanten Upside und zu einem neuen Kursziel von 14,00 EUR (zuvor: 16,00 EUR). Entsprechend bekräftigen wir die Kaufempfehlung, weisen aber darauf hin, dass die Ergebnisvisibilität im Hinblick auf die wiederholten Verfehlungen in den letzten Quartalen sowie der vielen externen Abhängigkeiten stark eingeschränkt ist.

## Unternehmenshintergrund

Die pferdewetten.de AG hat ihren Sitz in Düsseldorf und fungiert als Holding für Unternehmen, deren Geschäftstätigkeiten der Glücksspielbranche zuzuordnen sind. Der Ursprung der Geschäftstätigkeiten liegt in der Online-Pferdewette, wofür das Unternehmen in Deutschland, Österreich und auf Malta auch über die notwendigen Lizenzen verfügt. Mit der Internet-Plattform "www.pferdewetten.de" ist die Gesellschaft einer der Marktführer im Bereich der deutschen Online-Pferdewette und unter der Domain "www.betbird.com" auch für ausländische Kunden erreichbar. Im Schnitt bietet die pferdewetten.de-Gruppe täglich Wetten auf 300 bis 500 Rennen an. Dabei handelt es sich um die weltweit populärsten Rennen, die größtenteils in Europa und Nordamerika stattfinden. Seit 2012 gehören zudem auch Wetten auf Pferderennen in Australien zum Wettangebot. Durch die unterschiedlichen Zeitzonen ist es pferdewetten.de so möglich, seinen Kunden 24-Stunden am Tag das Wetten auf Pferderennen anzubieten.

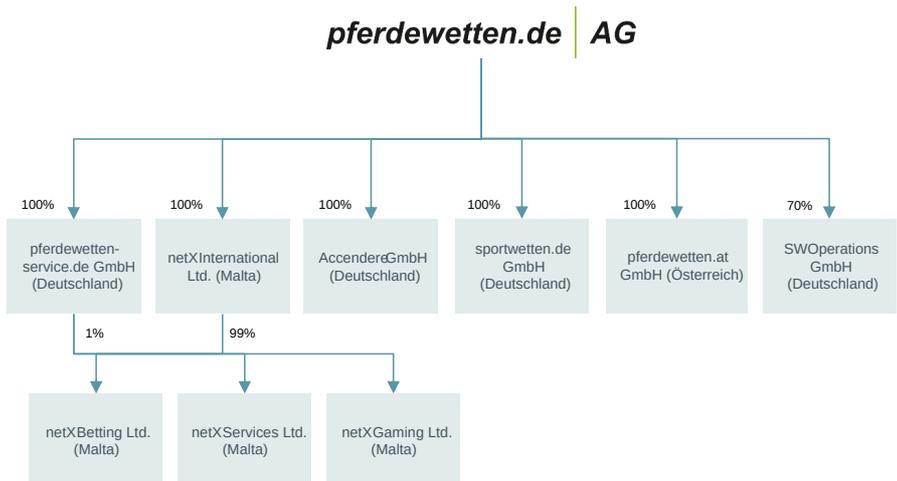
Durch die Regulierung des in 2021 in Kraft getretenen Glücksspielstaatsvertrags, ist das Unternehmen seit einigen Jahren wieder zunehmend im Bereich der Sportwette unterwegs und hat durch die Übernahme einer eigenen Sportwettenplattform im Jahr 2021 den Grundstein für den Aufbau eines Shop-Netzwerks unter der starken Marke "sportwetten.de" gelegt, die selbstverständlich auch für das reine Onlinespiel verfügbar ist. Mittlerweile verfügt das Unternehmen über mehr als 170 stationäre Geschäfte (Franchise und Eigenbetrieb) und hat das Ziel, bis 2027 mit ca. 550 Shops die No. 2 im deutschen Markt zu werden.

<b>Sektor</b>	Glücksspiel
<b>Ticker</b>	EMH
<b>Mitarbeiter</b>	ca. 100
<b>Umsatz</b>	25,4 Mio. Euro (vorläufig)
<b>EBITDA</b>	n.a.
<b>EBITDA-Marge</b>	n.a.
<b>Geschäftsmodell</b>	Angebot von Glücksspiel im Internet und über stationäre Standorte die im Eigenbetrieb oder von Franchise-Partnern betrieben werden
<b>Kernkompetenz</b>	Langjährige Erfahrung als Buchmacher im Bereich Pferde- und Sportwette und leistungsfähige Internetplattform mit starken Marken "pferdewetten.de" und "sportwetten.de"
<b>Kundenstruktur</b>	Mehr als 50.000 Kunden im B2C

Quelle: Unternehmen, Montega; Stand: Geschäftsjahr 2023

## Organisationsstruktur

Unter der Muttergesellschaft pferdewetten.de AG sind aktuell neun Tochtergesellschaften angesiedelt, wovon vier ihren Firmensitz in Deutschland, eine in Österreich und vier auf Malta haben.



Quelle: Unternehmen

Die Pferdewetten Gesellschaften sowie die Gesellschaften auf Malta sind im wesentlichen für die Abwicklung des Wettgeschäfts außerhalb der Sportwette zuständig. Diese wird wiederum von der Sportwetten.de GmbH und der SW Operations GmbH übernommen, die insbesondere die Tätigkeiten rund um das stationäre Sportwettengeschäft umfasst. Die Accendere GmbH kümmert sich um die Betreuung und Anbindung weiterer Kooperationspartner an die eigene Wettsoftware.

## Wesentliche Ereignisse der Unternehmenshistorie

- 
- A vertical timeline with teal circular markers for each year, connected by a thin vertical line. The text to the right of each marker describes a key event in the company's history.
- 1997 Gründung der MGHG Dienstleistungen für Anleger, die als Unternehmensgegenstand Börsenspiele sowie die Beratungen auswies
  - 1999 Umwandlung der Gesellschaft in einer Aktiengesellschaft, Umfirmierung in e.multi Digitale Dienste und Erweiterung der Geschäftstätigkeit auf Spiele und Software
  - 2000 Börsengang im Neuen Markt der Frankfurter Wertpapierbörse
  - 2002 Erneute Umfirmierung in Eurotip Holding AG sowie erstmalige Erweiterung der Geschäftstätigkeit auf das Angebot von Online-Sportwetten
  - 2003 Online-Pferdewetten werden erstmalig angeboten  
Umfirmierung in Sportwetten.de und Fokus auf Veranstaltung von Wetten
  - 2005 Kauf des externen IT-Dienstleisters netXsystems GmbH  
Kauf eines Wettcenters in München, das Offline-Wetten abwickelt
  - 2006 Fokussierung auf das Angebot von Pferdewetten, da sich die unsichere Rechtslage rund um die Sportwette verschärfte
  - 2007 Die FLUXX AG (spätere MyBet Holding SE) übernimmt im Rahmen eines öffentlichen Übernahmeangebots ca. 60%
  - 2008 Umfirmierung in pferdewetten.de AG
  - 2009 Kauf der Accendere GmbH, die u.a. für die Betreuung und Anbindung neuer Kooperationspartner an der Wettsoftware zuständig ist
  - 2012 Launch des Wettangebots auf mobilen Endgeräten sowie Angebot von Wetten auf australische Rennen, um eine 24-Stunden-Abdeckung zu gewährleisten
  - 2013 Kauf des Kundenstamms vom Wettanbieter equi8.com sowie Start der internationalen Pferdewetten-Seite betbird.com
  - 2015 Kauf der Website www.lotos-wetten.de und Einführung einer verbesserten Wettplattform
  - 2016 MyBet veräußert die Beteiligung an pferdewetten.de. In diesem Zusammenhang erwirbt pferdewetten die Domains sportwetten.de und sportwetten.com.
  - 2017 Wiedereinstieg in den Markt für Sportwetten
  - 2020 pferdewetten.de erhält eine deutsche Sportwettenlizenz
  - 2021 Launch des Bereichs Online-Casino sowie Einstieg ins stationäre Sportwettgeschäft
  - 2022 Einstieg ins Sportwetten Retailgeschäft und launch der eigenen Online-Sportwetten Plattform
  - 2023 Akquisition von drei Sportwetten-Shops und Ausbau des Retail Portfolios auf rund 100 Standorte zum Jahresende 2023
  - 2024 Absichtserklärung zum schrittweisen Erwerb einer Gesellschaft mit 25 Sportwetten-Shops.

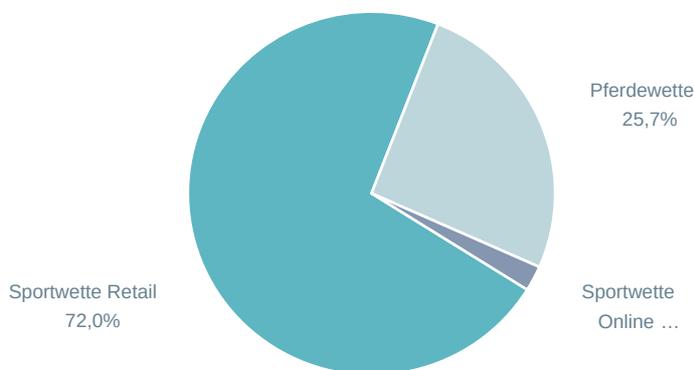
### Segmentbetrachtung

pferdewetten.de gliedert die operativen Tätigkeiten in die Segmente Pferdewette, Sportwette Retail und Sportwette Online. Durch den starken Ausbau der Retail Standorte hat der Umsatzbeitrag der Sportwette Retail eine dominierende Stellung eingenommen. Zum besseren Verständnis der Kennzahlen des Unternehmens sind die im Wettbereich relevanten Begrifflichkeiten für die Herleitung von Spielvolumen zu Umsatz (NGR) in der folgenden Darstellung aufgeführt. Im Bereich Sportwette Retail ist im Hinblick auf das Franchise Modell noch zu beachten, dass Sportwetten.de eine Franchise-Gebühr von ca. 20% auf den NGR erhält und der Übrige Teil an die Franchise-Partner ausgeschüttet wird.

#### Top Line Herleitung Pferde- und Sportwette



#### Umsatz nach Geschäftsbereichen



Quelle: Unternehmen

Größter Einzelmarkt ist Deutschland mit einem Umsatzanteil von über 75%. International nehmen Österreich und Frankreich die wichtigste Stellung ein, wobei der Anteil der Umsätze im Deutschen Markt durch die voranschreitende Retail Expansion weiter an Bedeutung zunehmen wird.

### Leistungsangebot

Das Leistungsangebot von pferdewetten.de umfasst die folgenden zwei Kernbereiche:

- Online- und Offline-Pferdewetten
- Online- und Offline-Sportwetten

**Online- und Offline-Pferdewetten:** Im Bereich der Pferdewette bietet das Unternehmen die Tippabgabe sowohl online als auch offline im Wettbüro in München an. Der mit Abstand größere Teil entfällt davon jedoch auf die Online-Pferdewette (MONe: 95%). Mit dem Wettbüro in München möchte das Unternehmen u.E. direkt vor Ort auf der Rennbahn Präsenz zeigen, um den Außenauftritt zu stärken (Brand Building).

#### Wettportale von pferdewetten.de



Quelle: www.pferdewetten.de, www.betbird.com, www.lotos-wetten.de

Die Onlinewette wird über die Domains "www.pferdewetten.de" und "www.lotos-wetten.de" sowie für Kunden aus dem Ausland über die englischsprachige Website "www.betbird.com" angeboten. Insbesondere die Website "www.pferdewetten.de" ist u.E. ein relevantes Asset, da die Domain generisch ist und somit auch ohne hohe Ausgaben für Suchmaschinenmarketing zu hohem Traffic führen dürfte. Laut der Webseitenanalyse von Similarweb sind 98% des Traffics organisch und nur etwa 2% sind über eine vorherige Suche gekommen.

Neben der Unterscheidung zwischen Vertriebskanal (Online oder Offline) bzw. Region (DACH oder Ausland) lassen sich die Wettaktivitäten des Unternehmens auch hinsichtlich der Wettart unterscheiden. Für pferdewetten.de sind hierbei insbesondere die Totalisatorwette, die Buchmacherwette und die Festkurswette relevant:

- Bei der **Festkurswette** sind die Wettquoten beim Abschluss der Wette bereits bekannt, sodass die Wettteilnehmer direkt wissen, welchen Gewinn sie erzielen können. Als Wetthalter tritt dabei pferdewetten.de auf. Um die Quoten bereitzustellen, benötigt das Unternehmen ausgebildete Spezialisten. Anders als bei der klassischen Sportwette wird bei der Pferdewette traditionell jedoch der Großteil der Wettquoten variabel angeboten, sodass die Festkurswette auch für pferdewetten.de u.E. eine untergeordnete Rolle spielt (MONE: ca. 10% vom Gesamtumsatz).
- Die variable Wettquote bei der **Totalisatorwette** bedeutet, dass sich die Gewinnquote durch jeden neuen Einsatz eines Wettteilnehmers verändert. Die Wettquote ist somit das Verhältnis der Wetteinsätze der Wettteilnehmer untereinander. Folglich wissen die Wettteilnehmer auch erst nach Annahme aller Wetten (i.d.R. bei Rennbeginn), welche Gewinnquote sie bei richtiger Vorhersage des Ausgangs erhalten. Die Wettteilnehmer wetten in diesem Verfahren untereinander, sodass die Gegenpartei der Wette die Gesamtheit der anderen Wettteilnehmer ist. Folglich können auch keine höheren Gewinne als der Betrag der Gesamteinsätze ausgezahlt werden, sodass für den Wettanbieter kein Risiko besteht. Zur Abwicklung dieses Wettverfahrens wird ein sogenannter Totalisator eingerichtet. Dieser erhält für seine Dienstleistung eine Gebühr, die von der Gewinnhöhe einer jeden Wette vor dessen Ausschüttung abgezogen wird. pferdewetten.de darf selbst keinen Totalisator betreiben, da dazu nur Rennvereine berechtigt sind. Hintergrund dieser Vorschriften ist, dass diese risikolosen Erträge dem Erhalt der Rennvereine dienen sollen. Dennoch kann das Unternehmen Wetten an Anbieter von Totalisatoren vermitteln, wodurch eine Provision erwirtschaftet wird. Das Unternehmen weist diese Erlöse als „Erhaltene Wettprovisionen“ aus (2021: Umsatz i.H.v. 3,4 Mio. Euro bzw. 26,8% vom Gesamtumsatz).
- Bei der **Buchmacherwette** agiert pferdewetten.de selbst als Buchmacher und damit als Vertragspartner für den Wettteilnehmer. Vorteil dieser Wettart ist eine in der Regel höhere Marge, da der Buchmacher die Quoten des Totalisators übernimmt. Diese Quoten beinhalten die Marge des Totalisators, die der Buchmacher dann jedoch für sich selbst vereinnahmen kann. Auf der anderen Seite ist jedoch auch das Risiko höher, da pferdewetten.de bei der Buchmacherwette selbst der Wetthalter ist und daher das Risiko eingeht, Verluste zu tragen, wenn die Wettteilnehmer überwiegend erfolgreich sind. Aufgrund des erhöhten Risikos bietet pferdewetten.de die Buchmacherwette in der Regel auch nur dann an, wenn mit einer höheren Zahl von Wetten zu rechnen ist. So soll gewährleistet werden, dass die Totalisatorquote repräsentativ ist und keinen Ausreißer mit erhöhtem Risiko darstellt. Die Erlöse aus der Buchmacherwette weist pferdewetten.de als „Umsatzerlöse Wettgeschäft“ aus. In 2021 betragen diese 9,3 Mio. Euro bzw. 73,1% der Gesamtumsätze.

**Sportwette Retail:** Ende 2021 hat pferdewetten.de zudem entschieden, im Zusammenhang mit der Übernahme eines Sportwettenbetreibers (Heute SW Operations GmbH) auch im stationären Sportwettbereich aktiv zu werden. Nachdem der Ausbau der Standorte in 2022 aufgrund von langen Bearbeitungszeiten bei den Behörden sehr schleppend verlief, hat sich dieser in 2023 deutlich beschleunigt (108 Shops zum Jahresende).

#### Shopkonzept Sportwetten.de



Quelle: www.sportwetten.de

Mit langjähriger Erfahrung verfügt das Unternehmen über herausragendes Fachwissen in sämtlichen Bereichen der Sportwetten. Das erprobte Produkt zeichnet sich durch seine überlegene Verfügbarkeit, Zuverlässigkeit und Sicherheit aus, was es zu einem der erfolgreichsten Systeme auf dem deutschen Wettmarkt macht. Durch die Bereitstellung erstklassiger Quoten und ein durchdachtes Marketingkonzept zur Ansprache, Akquise und Bindung von Kunden wird höchste Profitabilität für Partner gewährleistet. Das Unternehmen plant deshalb mittelfristig ca. 550 Shops als Franchisepartner oder in Eigenverantwortung zu betreiben und damit die Nr. 2 hinter Tipico in der deutschen Sportwette zu sein.

**Sportwette Online:** In 2016 hat pferdewetten.de die Rechte an den Domains ,sportwetten.de“ und ,sportwetten.com“ von der damaligen Hauptaktionärin MyBet Holdings SE übernommen. Im Mai 2017 beschloss der Vorstand, in den Markt für Sportwetten einzusteigen. Ende 2020 hat das Unternehmen eine deutsche Sportwettenlizenz erhalten, sodass die Online-Sportwette auch nach Inkrafttreten des neuen Glücksspielstaatsvertrags ab Juli 2021 legal angeboten werden kann. Ebenfalls in 2020 wechselte pferdewetten.de mit der IT-Infrastruktur zu BetConstruct, um eine bessere Conversion der Nutzer zu erreichen. Die Tochtergesellschaft sportwetten.de GmbH kümmert sich primär um das Marketing und den Kundensupport. Neben den im Glücksspielbereich typischen Kundengewinnungsmaßnahmen (primär Gutscheine) ist das Unternehmen auch im Brand Building durch Sponsoring z.B. im Eishockey bei den Kölner Haien oder bei der Handballnationalmannschaft aktiv. Trotz des u.E. deutlich wettbewerbsintensiveren Marktumfelds in der Sportwette ist pferdewetten.de insbesondere aufgrund der generischen Domain gut positioniert, um den noch sehr geringen Marktanteil (MONE 2021: 0,1%) sukzessive auszubauen. In 2021 beliefen sich die Umsatzerlöse auf nur 0,4 Mio. Euro.

Wettportal sportwetten.de



Quelle: www.sportwetten.de

Management

Die Aktiengesellschaft wird derzeit vom CEO Pierre Hofer und dem CFO Mark Schidel (ad interim) vertreten.



**Pierre Hofer** wurde im Juli 2010 in den Vorstand der pferdewetten.de AG berufen. Zuvor war Herr Hofer als Geschäftsführer mehrerer Unternehmen aus der Glücksspielbranche tätig und hat dabei wertvolle Erfahrung im Bereich der Pferde- und Sportwette gesammelt. Das Interesse zum Pferderennsport begleitet Herr Hofer bereits familienbedingt seit seiner Kindheit, da sein Bruder Mario Hofer als Züchter und inzwischen einer der erfolgreichsten Trainer im Pferderennsport aktiv ist.

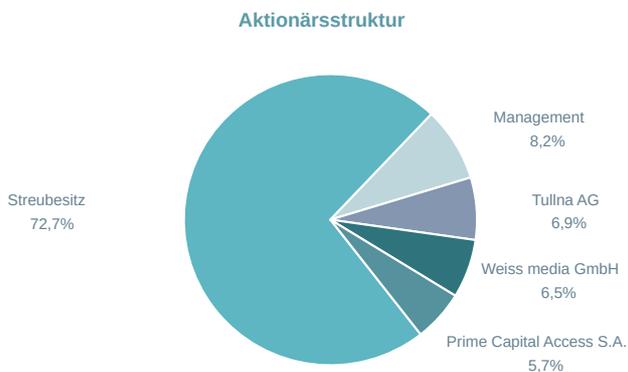


**Mark Schidel** ist seit dem 11. März 2024 zunächst für sechs Monate als Finanzvorstand bestellt. Er bringt zwanzig Jahre Berufserfahrung im Finanzbereich von Unternehmen der unterschiedlichsten Branchen mit. Angefangen hat er als Referent für den Konzernabschluss bei der Metabo GmbH, war danach in unterschiedlichen leitenden Finanzpositionen in der Media-Saturn Gruppe. In seiner letzten Position war er als Head of Accounting & Tax bei Tipico tätig.

### Aktionärsstruktur

Die Aktien der pferdewetten.de AG werden im General Standard an der Frankfurter Wertpapierbörse gehandelt. Das Grundkapital ist in 5.598.322 auf den Inhaber lautende Namensaktien zu je 1,00 Euro aufgeteilt.

Das Management hält zusammen 8,2%. Zu den größten institutionellen Einzelaktionären gehören die Tullna AG mit 6,9% sowie die Weiss media GmbH mit 6,5% und die Prime Capital Access S.A. mit 5,7% der Anteile. Neben dem Vorstand sind einige weitere Privatpersonen mit nennenswertem Anteil an der pferdewetten.de AG beteiligt, die mit dem Pferderennen oder Wettsport verbunden sind. Insgesamt befinden sich rund 73% der Aktien im Streubesitz.



Quelle: Unternehmen

DCF Modell

Angaben in Mio. EUR	2024e	2025e	2026e	2027e	2028e	2029e	2030e	Terminal Value
<b>Umsatz</b>	<b>46,4</b>	<b>69,5</b>	<b>97,5</b>	<b>116,6</b>	<b>128,3</b>	<b>138,5</b>	<b>144,1</b>	<b>147,0</b>
Veränderung	111,2%	49,6%	40,4%	19,6%	10,0%	8,0%	4,0%	2,0%
<b>EBIT</b>	<b>-8,3</b>	<b>0,5</b>	<b>3,7</b>	<b>7,5</b>	<b>9,0</b>	<b>12,5</b>	<b>14,4</b>	<b>17,6</b>
EBIT-Marge	-17,9%	0,7%	3,8%	6,4%	7,0%	9,0%	10,0%	12,0%
<b>NOPAT</b>	<b>-6,6</b>	<b>-0,3</b>	<b>3,2</b>	<b>6,3</b>	<b>6,1</b>	<b>8,5</b>	<b>9,8</b>	<b>12,0</b>
<b>Abschreibungen</b>	<b>2,8</b>	<b>2,8</b>	<b>2,9</b>	<b>3,0</b>	<b>2,7</b>	<b>2,8</b>	<b>2,7</b>	<b>2,4</b>
in % vom Umsatz	5,9%	4,1%	3,0%	2,6%	2,1%	2,0%	1,9%	1,7%
<b>Liquiditätsveränderung</b>								
- Working Capital	<b>0,0</b>	<b>0,3</b>	<b>-0,1</b>	<b>0,1</b>	<b>14,5</b>	<b>1,2</b>	<b>0,7</b>	<b>0,3</b>
- Investitionen	<b>-1,3</b>	<b>-1,3</b>	<b>-1,3</b>	<b>-1,3</b>	<b>-2,6</b>	<b>-2,6</b>	<b>-2,6</b>	<b>-2,6</b>
Investitionsquote	2,8%	1,9%	1,3%	1,1%	2,0%	1,9%	1,8%	1,7%
<b>Übriges</b>	<b>1,0</b>	<b>-0,4</b>	<b>-1,3</b>	<b>-2,1</b>	<b>-1,8</b>	<b>-1,9</b>	<b>-2,0</b>	<b>-2,0</b>
<b>Free Cash Flow (WACC-Modell)</b>	<b>-4,2</b>	<b>1,1</b>	<b>3,5</b>	<b>6,0</b>	<b>18,9</b>	<b>8,0</b>	<b>8,6</b>	<b>10,2</b>
WACC	9,6%	9,6%	9,6%	9,6%	9,6%	9,6%	9,6%	9,6%
Present Value	-4,1	1,0	2,8	4,5	12,8	4,9	4,9	69,2
<b>Kumuliert</b>	<b>-4,1</b>	<b>-3,1</b>	<b>-0,2</b>	<b>4,2</b>	<b>17,1</b>	<b>22,0</b>	<b>26,8</b>	<b>96,0</b>

Wertermittlung (Mio. Euro)	
Total present value (Tpv)	96,0
Terminal Value	69,2
Anteil vom Tpv-Wert	72%
Verbindlichkeiten	14,0
Liquide Mittel	-2,7
<b>Eigenkapitalwert</b>	<b>79,3</b>

Aktienzahl (Mio.)	5,60
<b>Wert je Aktie (Euro)</b>	<b>14,17</b>
<b>+Upside / -Downside</b>	<b>100%</b>
<b>Aktienkurs (Euro)</b>	<b>7,10</b>

Modellparameter	
Fremdkapitalquote	35,0%
Fremdkapitalzins	10,0%
Marktrendite	9,0%
risikofreie Rendite	2,00%

Beta	1,30
WACC	9,6%
ewiges Wachstum	2,0%

**Annahmen: Umsatzwachstumsraten und Margenerwartungen**

Kurzfristiges Umsatzwachstum	#VALUE!	35,9%
Mittelfristiges Umsatzwachstum	#VALUE!	20,8%
Langfristiges Umsatzwachstum	#VALUE!	2,0%
Kurzfristige EBIT-Marge	#VALUE!	-1,7%
Mittelfristige EBIT-Marge	#VALUE!	2,7%
Langfristige EBIT-Marge	#VALUE!	12,0%

**Sensitivität Wert je Aktie (Euro)**

**ewiges Wachstum**

WACC	1,25%	1,75%	<b>2,00%</b>	2,25%	2,75%
10,10%	11,97	12,59	12,92	13,28	14,07
9,85%	12,50	13,16	13,52	13,91	14,77
<b>9,60%</b>	13,06	13,77	<b>14,17</b>	14,59	15,52
9,35%	13,65	14,43	14,85	15,31	16,33
9,10%	14,29	15,13	15,59	16,09	17,21

**Sensitivität Wert je Aktie (Euro)**

**#VALUE!**

WACC	11,50%	11,75%	<b>12,00%</b>	12,25%	12,50%
10,10%	12,37	12,65	12,92	13,20	13,47
9,85%	12,95	13,24	13,52	13,81	14,10
<b>9,60%</b>	13,56	13,86	<b>14,17</b>	14,47	14,77
9,35%	14,22	14,54	14,85	15,17	15,49
9,10%	14,92	15,26	15,59	15,93	16,26

Quelle: Montega

G&V (in Mio. EUR) pferdewetten.de AG	2021	2022	2023e	2024e	2025e	2026e
<b>Umsatz</b>	<b>12,7</b>	<b>15,3</b>	<b>22,0</b>	<b>46,4</b>	<b>69,5</b>	<b>97,5</b>
Bestandsveränderungen	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Aktivierete Eigenleistungen	1,8	0,9	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Gesamtleistung</b>	<b>14,6</b>	<b>16,2</b>	<b>22,0</b>	<b>46,4</b>	<b>69,5</b>	<b>97,5</b>
Materialaufwand	7,8	9,6	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Rohertrag</b>	<b>6,8</b>	<b>6,6</b>	<b>22,0</b>	<b>46,4</b>	<b>69,5</b>	<b>97,5</b>
Personalaufwendungen	4,6	6,4	7,9	7,2	6,6	6,9
Sonstige betriebliche Aufwendungen	3,0	3,8	24,5	45,0	59,7	84,2
Sonstige betriebliche Erträge	0,9	1,0	1,3	0,2	0,2	0,2
<b>EBITDA</b>	<b>0,0</b>	<b>-2,5</b>	<b>-9,1</b>	<b>-5,5</b>	<b>3,4</b>	<b>6,6</b>
Abschreibungen auf Sachanlagen	0,1	0,1	0,1	0,2	0,2	0,3
<b>EBITA</b>	<b>-0,1</b>	<b>-2,6</b>	<b>-9,1</b>	<b>-5,7</b>	<b>3,1</b>	<b>6,3</b>
Amortisation immaterielle Vermögensgegenstände	0,5	0,9	1,8	2,6	2,6	2,6
Impairment Charges und Amortisation Goodwill	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>EBIT</b>	<b>-0,6</b>	<b>-3,5</b>	<b>-10,9</b>	<b>-8,3</b>	<b>0,5</b>	<b>3,7</b>
Finanzergebnis	0,2	0,0	0,0	-1,3	-0,7	-0,5
<b>Ergebnis der gewöhnlichen Geschäftstätigkeit</b>	<b>-0,4</b>	<b>-3,5</b>	<b>-10,9</b>	<b>-9,6</b>	<b>-0,1</b>	<b>3,1</b>
Außerordentliches Ergebnis	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>EBT</b>	<b>-0,4</b>	<b>-3,5</b>	<b>-10,9</b>	<b>-9,6</b>	<b>-0,1</b>	<b>3,1</b>
EE-Steuern	-0,2	-1,0	-3,1	-1,9	-0,2	0,4
<b>Jahresüberschuss aus fortgef. Geschäftstätigkeit</b>	<b>-0,2</b>	<b>-2,5</b>	<b>-7,9</b>	<b>-7,7</b>	<b>0,1</b>	<b>2,8</b>
Ergebnis aus nicht fortgeführter Geschäftstätigkeit (netto)	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Jahresüberschuss vor Anteilen Dritter</b>	<b>-0,2</b>	<b>-2,5</b>	<b>-7,9</b>	<b>-7,7</b>	<b>0,1</b>	<b>2,8</b>
Anteile Dritter	0,0	-1,0	-1,8	-1,0	0,4	1,3
<b>Jahresüberschuss</b>	<b>-0,2</b>	<b>-1,5</b>	<b>-6,1</b>	<b>-6,7</b>	<b>-0,3</b>	<b>1,4</b>

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

G&V (in % vom Umsatz) pferdewetten.de AG	2021	2022	2023e	2024e	2025e	2026e
<b>Umsatz</b>	<b>100,0%</b>	<b>100,0%</b>	<b>100,0%</b>	<b>100,0%</b>	<b>100,0%</b>	<b>100,0%</b>
Bestandsveränderungen	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Aktivierete Eigenleistungen	14,4%	5,7%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
<b>Gesamtleistung</b>	<b>114,4%</b>	<b>105,7%</b>	<b>100,0%</b>	<b>100,0%</b>	<b>100,0%</b>	<b>100,0%</b>
Materialaufwand	61,3%	62,5%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
<b>Rohertrag</b>	<b>53,1%</b>	<b>43,1%</b>	<b>100,0%</b>	<b>100,0%</b>	<b>100,0%</b>	<b>100,0%</b>
Personalaufwendungen	36,3%	41,5%	36,0%	15,5%	9,5%	7,1%
Sonstige betriebliche Aufwendungen	23,9%	24,7%	111,2%	96,8%	86,0%	86,3%
Sonstige betriebliche Erträge	7,0%	6,7%	6,0%	0,4%	0,3%	0,2%
<b>EBITDA</b>	<b>-0,1%</b>	<b>-16,4%</b>	<b>-41,2%</b>	<b>-11,9%</b>	<b>4,8%</b>	<b>6,8%</b>
Abschreibungen auf Sachanlagen	0,6%	0,8%	0,4%	0,4%	0,4%	0,4%
<b>EBITA</b>	<b>-0,7%</b>	<b>-17,2%</b>	<b>-41,5%</b>	<b>-12,3%</b>	<b>4,5%</b>	<b>6,4%</b>
Amortisation immaterielle Vermögensgegenstände	3,9%	5,9%	8,2%	5,6%	3,7%	2,7%
Impairment Charges und Amortisation Goodwill	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
<b>EBIT</b>	<b>-4,6%</b>	<b>-23,1%</b>	<b>-49,7%</b>	<b>-17,9%</b>	<b>0,7%</b>	<b>3,8%</b>
Finanzergebnis	1,6%	0,0%	0,0%	-2,7%	-0,9%	-0,6%
<b>Ergebnis der gewöhnlichen Geschäftstätigkeit</b>	<b>-3,1%</b>	<b>-23,1%</b>	<b>-49,7%</b>	<b>-20,6%</b>	<b>-0,2%</b>	<b>3,2%</b>
Außerordentliches Ergebnis	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
<b>EBT</b>	<b>-3,1%</b>	<b>-23,1%</b>	<b>-49,7%</b>	<b>-20,6%</b>	<b>-0,2%</b>	<b>3,2%</b>
EE-Steuern	-1,8%	-6,8%	-13,9%	-4,1%	-0,3%	0,4%
<b>Jahresüberschuss aus fortgef. Geschäftstätigkeit</b>	<b>-1,2%</b>	<b>-16,3%</b>	<b>-35,8%</b>	<b>-16,5%</b>	<b>0,1%</b>	<b>2,8%</b>
Ergebnis aus nicht fortgeführter Geschäftstätigkeit (netto)	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
<b>Jahresüberschuss vor Anteilen Dritter</b>	<b>-1,2%</b>	<b>-16,3%</b>	<b>-35,8%</b>	<b>-16,5%</b>	<b>0,1%</b>	<b>2,8%</b>
Anteile Dritter	0,0%	-6,2%	-8,0%	-2,2%	0,6%	1,3%
<b>Jahresüberschuss</b>	<b>-1,2%</b>	<b>-10,1%</b>	<b>-27,8%</b>	<b>-14,3%</b>	<b>-0,5%</b>	<b>1,5%</b>

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

Bilanz (in Mio. EUR) pferdewetten.de AG	2021	2022	2023e	2024e	2025e	2026e
<b>AKTIVA</b>						
Immaterielle Vermögensgegenstände	5,2	7,2	11,9	14,9	12,9	10,9
Sachanlagen	0,3	0,4	1,0	2,8	3,3	3,7
Finanzanlagen	1,0	7,3	8,3	8,3	8,3	8,3
<b>Anlagevermögen</b>	<b>6,5</b>	<b>14,9</b>	<b>21,2</b>	<b>26,0</b>	<b>24,5</b>	<b>22,8</b>
Vorräte	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Forderungen aus Lieferungen und Leistungen	2,3	1,2	1,8	1,9	2,3	3,5
Liquide Mittel	16,8	11,5	5,5	0,8	2,7	7,0
Sonstige Vermögensgegenstände	8,7	8,2	8,2	8,2	8,2	8,2
<b>Umlaufvermögen</b>	<b>27,8</b>	<b>20,9</b>	<b>15,5</b>	<b>10,8</b>	<b>13,2</b>	<b>18,7</b>
<b>Bilanzsumme</b>	<b>34,2</b>	<b>35,7</b>	<b>36,7</b>	<b>36,9</b>	<b>37,6</b>	<b>41,6</b>
<b>PASSIVA</b>						
<b>Eigenkapital</b>	<b>16,4</b>	<b>19,9</b>	<b>13,8</b>	<b>7,2</b>	<b>6,8</b>	<b>8,3</b>
<b>Anteile Dritter</b>	<b>0,0</b>	<b>-0,9</b>	<b>-2,7</b>	<b>-3,7</b>	<b>-3,3</b>	<b>-2,0</b>
Rückstellungen	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Zinstragende Verbindlichkeiten	1,4	2,0	10,0	17,8	17,8	17,8
Verbindl. aus Lieferungen und Leistungen	2,1	1,6	2,4	2,5	3,2	4,3
Sonstige Verbindlichkeiten	14,3	13,2	13,2	13,2	13,2	13,2
<b>Verbindlichkeiten</b>	<b>17,8</b>	<b>16,8</b>	<b>25,6</b>	<b>33,4</b>	<b>34,1</b>	<b>35,2</b>
<b>Bilanzsumme</b>	<b>34,2</b>	<b>35,7</b>	<b>36,7</b>	<b>36,9</b>	<b>37,6</b>	<b>41,6</b>

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

Bilanz (in % der Bilanzsumme) pferdewetten.de AG	2021	2022	2023e	2024e	2025e	2026e
<b>AKTIVA</b>						
Immaterielle Vermögensgegenstände	15,4%	20,1%	32,3%	40,3%	34,2%	26,1%
Sachanlagen	0,8%	1,1%	2,8%	7,7%	8,8%	8,8%
Finanzanlagen	2,8%	20,5%	22,6%	22,5%	22,1%	20,0%
<b>Anlagevermögen</b>	<b>19,0%</b>	<b>41,6%</b>	<b>57,7%</b>	<b>70,5%</b>	<b>65,1%</b>	<b>54,9%</b>
Vorräte	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Forderungen aus Lieferungen und Leistungen	6,7%	3,4%	4,9%	5,1%	6,1%	8,4%
Liquide Mittel	49,1%	32,1%	15,1%	2,1%	7,1%	16,9%
Sonstige Vermögensgegenstände	25,4%	22,9%	22,3%	22,2%	21,7%	19,7%
<b>Umlaufvermögen</b>	<b>81,1%</b>	<b>58,5%</b>	<b>42,3%</b>	<b>29,4%</b>	<b>35,0%</b>	<b>45,0%</b>
<b>Bilanzsumme</b>	<b>100,0%</b>	<b>100,0%</b>	<b>100,0%</b>	<b>100,0%</b>	<b>100,0%</b>	<b>100,0%</b>
<b>PASSIVA</b>						
<b>Eigenkapital</b>	<b>47,9%</b>	<b>55,8%</b>	<b>37,6%</b>	<b>19,4%</b>	<b>18,1%</b>	<b>20,0%</b>
<b>Anteile Dritter</b>	<b>0,0%</b>	<b>-2,7%</b>	<b>-7,4%</b>	<b>-10,1%</b>	<b>-8,8%</b>	<b>-4,8%</b>
Rückstellungen	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Zinstragende Verbindlichkeiten	4,2%	5,7%	27,4%	48,2%	47,3%	42,7%
Verbindl. aus Lieferungen und Leistungen	6,1%	4,3%	6,5%	6,8%	8,5%	10,3%
Sonstige Verbindlichkeiten	41,7%	36,9%	35,9%	35,7%	35,0%	31,7%
<b>Verbindlichkeiten</b>	<b>52,0%</b>	<b>47,0%</b>	<b>69,8%</b>	<b>90,6%</b>	<b>90,8%</b>	<b>84,7%</b>
<b>Bilanzsumme</b>	<b>100,0%</b>	<b>100,0%</b>	<b>100,0%</b>	<b>100,0%</b>	<b>100,0%</b>	<b>100,0%</b>

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

<b>Kapitalflussrechnung (in Mio. EUR) pferdewetten.de AG</b>	<b>2021</b>	<b>2022</b>	<b>2023e</b>	<b>2024e</b>	<b>2025e</b>	<b>2026e</b>
Jahresüberschuss/ -fehlbetrag	-0,2	-2,5	-7,9	-7,7	0,1	2,8
Abschreibung Anlagevermögen	0,1	0,1	0,1	0,2	0,2	0,3
Amortisation immaterielle Vermögensgegenstände	0,5	0,9	1,8	2,6	2,6	2,6
Veränderung langfristige Rückstellungen	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Sonstige zahlungsunwirksame Erträge/Aufwendungen	-1,7		0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Cash Flow</b>	<b>-1,3</b>	<b>-1,5</b>	<b>-6,0</b>	<b>-4,9</b>	<b>2,9</b>	<b>5,7</b>
Veränderung Working Capital	3,6	-0,6	0,3	0,0	0,3	-0,1
<b>Cash Flow aus operativer Tätigkeit</b>	<b>2,3</b>	<b>-2,1</b>	<b>-5,7</b>	<b>-4,9</b>	<b>3,2</b>	<b>5,6</b>
CAPEX	-0,1	-1,9	-1,2	-1,3	-1,3	-1,3
Sonstiges	0,3	-3,0	-7,0	-6,3	0,0	0,0
<b>Cash Flow aus Investitionstätigkeit</b>	<b>0,3</b>	<b>-5,0</b>	<b>-8,2</b>	<b>-7,6</b>	<b>-1,3</b>	<b>-1,3</b>
Dividendenzahlung	-1,2	0,0	0,0	0,0	0,0	0,1
Veränderung Finanzverbindlichkeiten	0,0	0,6	8,0	7,7	0,0	0,0
Sonstiges	-0,1	5,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Cash Flow aus Finanzierungstätigkeit</b>	<b>-1,3</b>	<b>5,6</b>	<b>8,0</b>	<b>7,7</b>	<b>0,0</b>	<b>0,1</b>
Effekte aus Wechselkursänderungen	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Veränderung liquide Mittel</b>	<b>1,3</b>	<b>-1,4</b>	<b>-5,9</b>	<b>-4,8</b>	<b>1,9</b>	<b>4,4</b>
<b>Endbestand liquide Mittel</b>	<b>13,8</b>	<b>12,4</b>	<b>5,5</b>	<b>0,8</b>	<b>2,7</b>	<b>7,0</b>

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

<b>Kennzahlen pferdewetten.de AG</b>	<b>2021</b>	<b>2022</b>	<b>2023e</b>	<b>2024e</b>	<b>2025e</b>	<b>2026e</b>
<b>Ertragsmargen</b>						
Rohrertragsmarge (%)	53,1%	43,1%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%
EBITDA-Marge (%)	-0,1%	-16,4%	-41,2%	-11,9%	4,8%	6,8%
EBIT-Marge (%)	-4,6%	-23,1%	-49,7%	-17,9%	0,7%	3,8%
EBT-Marge (%)	-3,1%	-23,1%	-49,7%	-20,6%	-0,2%	3,2%
Netto-Umsatzrendite (%)	-1,2%	-16,3%	-35,8%	-16,5%	0,1%	2,8%
<b>Kapitalverzinsung</b>						
ROCE (%)	-4,4%	-19,4%	-42,7%	-26,8%	2,0%	20,6%
ROE (%)	-0,9%	-9,4%	-32,2%	-60,0%	-10,1%	41,3%
ROA (%)	-0,5%	-4,3%	-16,6%	-18,0%	-0,9%	3,5%
<b>Solvenz</b>						
Net Debt zum Jahresende (Mio. Euro)	-1,1	3,5	17,4	29,9	28,0	23,7
Net Debt / EBITDA	n.m.	-1,4	-1,9	-5,4	8,3	3,6
Net Gearing (Net Debt/EK)	-0,1	0,2	1,6	8,8	8,0	3,7
<b>Kapitalfluss</b>						
Free Cash Flow (Mio. EUR)	2,3	-4,0	-6,9	-6,2	1,9	4,3
Capex / Umsatz (%)	22%	32%	10%	3%	2%	1%
Working Capital / Umsatz (%)	-1%	0%	-2%	-1%	-1%	-1%
<b>Bewertung</b>						
EV/Umsatz	4,3	3,6	2,5	1,2	0,8	0,6
EV/EBITDA	-	-	-	-	16,4	8,3
EV/EBIT	-	-	-	-	105,7	15,0
EV/FCF	24,2	-	-	-	28,7	12,8
KGV	-	-	-	-	-	27,3
KBV	2,4	2,0	2,9	5,6	5,8	4,8
Dividendenrendite	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	-0,2%	1,1%

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

## Disclaimer

Dieses Dokument stellt weder ein Angebot noch eine Aufforderung zu einem Kauf oder einem Verkauf irgendwelches Wertpapiers dar. Es dient ausschließlich zu Informationszwecken. Dieses Dokument enthält lediglich eine unverbindliche Meinungsäußerung zu den angesprochenen Anlageinstrumenten und den Marktverhältnissen zum Zeitpunkt der Veröffentlichung des Dokuments. Aufgrund des Inhalts, der der allgemeinen Information dient, ersetzt dieses Dokument bei Anlageentscheidungen nicht die persönliche anleger- und objektgerechte Beratung und vermittelt nicht die für eine Anlageentscheidung grundlegenden Informationen, die in anderen Quellen, insbesondere in ordnungsgemäß genehmigten Prospekten, formuliert sind. Alle in diesem Dokument verwendeten Daten und die getroffenen Aussagen basieren auf Quellen, die wir für zuverlässig halten. Wir übernehmen jedoch keine Gewähr für deren Richtigkeit oder für deren Vollständigkeit. Enthaltene Meinungsäußerungen geben die persönliche Einschätzung des Autors zu einem bestimmten Zeitpunkt wieder. Diese Meinungen können jederzeit und ohne Ankündigung geändert werden. Eine Haftung des Analysten oder der ihn beauftragenden Institutionen sowohl für direkte als auch für indirekte Schäden ist ausgeschlossen. Dieser vertrauliche Bericht wird nur einem begrenzten Empfängerkreis zugänglich gemacht. Eine Weitergabe oder Verteilung an Dritte ist nur mit Genehmigung durch Montega zulässig. Alle gültigen Kapitalmarktregeln, die Erstellung, Inhalt und Vertrieb von Research in den verschiedenen nationalen Rechtsgebieten betreffen, sind anzuwenden und sowohl vom Lieferanten als auch vom Empfänger einzuhalten. Verbreitung im Vereinigten Königreich: Das Dokument ist nur zur Verteilung an Personen bestimmt, die berechnigte Personen oder freigestellte Personen im Sinne des Financial Services Act 1986 oder eines auf seiner Grundlage erfolgten Beschlusses sind, oder an Personen, die in Artikel 11 (3) des Financial Act 1986 (Investments Advertisements) (Exemptions) Order 1996 (in der jeweils geltenden Fassung) beschrieben sind, und es ist nicht beabsichtigt, dass sie direkt oder indirekt an einen anderen Kreis von Personen weitergeleitet werden. Weder das Dokument noch eine Kopie davon darf in die Vereinigten Staaten von Amerika, Kanada, Japan oder in deren Territorien oder Besitzungen gebracht, übertragen oder verteilt werden.

### Hinweis gemäß MiFID II (Stand: 01.10.2024):

Die vorliegende Publikation wurde auf Basis einer vertraglichen Vereinbarung zwischen der Montega AG und dem Emittenten erstellt und von diesem vergütet. Dieses Dokument wurde weitreichend veröffentlicht sowie allen Interessenten zeitgleich zugänglich gemacht. Der Erhalt gilt somit als zulässiger geringfügiger nichtmonetärer Vorteil im Sinne des § 64 Abs. 7 Satz 2 Nr. 1 und 2 des WpHG.

### Zuständige Aufsichtsbehörde:

Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht  
Graurheindorfer Str. 108  
53117 Bonn

### Informationsquellen:

Wesentliche Informationsquellen für die Erstellung der vorliegenden Analyse sind Veröffentlichungen des Emittenten sowie öffentlich zugängliche Informationen in- und ausländischer Medien, die Montega als zuverlässig erachtet. Des Weiteren wurden zur Erstellung der Analyse Gespräche mit Personen des Managements oder dem Bereich Investor Relations des betreffenden Unternehmens geführt.

Alle Preise von Finanzinstrumenten, die in dieser Finanzanalyse angegeben werden, sind Schlusskurse des in der Analyse angegebenen Datums (bzw. des Vortags), soweit nicht ausdrücklich ein anderer Zeitpunkt genannt wird. Die Aktualisierung der vorliegenden Publikation erfolgt bei Anlässen, die nach Einschätzung von Montega kursrelevant sein können. Auf das Einstellen der regelmäßigen Kommentierung von Anlässen im Zusammenhang mit dem Emittenten (Coverage) wird vorab hingewiesen.

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

### Bedeutung des Anlageurteils:

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

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

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

### Kontakt Montega AG:

Schauenburgerstraße 10  
20095 Hamburg  
www.montega.de / Tel: +49 40 4 1111 37 80

## Offenlegung

Montega hat verschiedene Maßnahmen getroffen, um Interessenskonflikte zu vermeiden. Dazu gehört, dass es sämtlichen Mitarbeitern der Montega AG verboten ist, Aktien aus dem eigenen Coverage-Universum zu handeln, bei denen mit dem Emittenten ein Mandatsverhältnis zur Erstellung von Research besteht. Zudem ist sowohl den Mitarbeitern als auch dem Unternehmen die Annahme von Zuwendungen untersagt, die Personen mit besonderem Interesse am Inhalt der Research-Publikationen gewähren. Zur Wahrung einer größtmöglichen Transparenz hat Montega eine Übersicht im Sinne des § 85 WpHG und Art. 20 Verordnung (EU) Nr. 596/2014 i.V.m. Delegierte Verordnung 2016/958 erstellt. Diese Finanzanalyse wurde vor ihrer Veröffentlichung dem Emittenten zugänglich gemacht.

- (1) Montega hat in den vergangenen 12 Monaten mit dem Emittenten eine Vereinbarung über die Erstellung von Finanzanalysen getroffen, für die Montega eine Vergütung erhält.
- (2) Montega hat in den vergangenen 12 Monaten mit einer dritten Partei eine Vereinbarung über die Erstellung von Finanzanalysen getroffen, für die Montega eine Vergütung erhält.
- (3) Montega hat in den vergangenen 12 Monaten für dieses Unternehmen und/oder dessen Aktionäre sonstige Beratungsdienstleistungen erbracht.
- (4) Montega und/oder eine mit ihr vertraglich verbundene juristische Person war/waren innerhalb der letzten 12 Monate gegenüber dem analysierten Unternehmen an eine Vereinbarung über Dienstleistungen im Zusammenhang mit Investment-Banking-Geschäften gebunden oder hat/haben aus einer solchen Vereinbarung Leistungen bezogen.
- (5) Montega und/oder mit ihr verbundene Unternehmen erwarten in den nächsten drei Monaten Vergütungen des Unternehmens für Investment-Banking-Leistungen oder beabsichtigen, sich um solche Vergütungen zu bemühen.
- (6) Montega, der für die Erstellung der Analyse zuständige Analyst oder ein sonstiger Mitarbeiter von Montega hält zum Zeitpunkt der Veröffentlichung Anteile von über 5% des Aktienkapitals des analysierten Emittenten.
- (7) Montega, der für die Erstellung der Analyse zuständige Analyst oder ein sonstiger Mitarbeiter von Montega ist zum Zeitpunkt der Veröffentlichung im Besitz einer Nettoverkaufs- oder -kaufposition von mehr als 0,5 % des Aktienkapitals des Emittenten.
- (8) Ein mit Montega AG verbundenes Unternehmen kann am Grundkapital des Emittenten beteiligt sein oder sonstige Finanzinstrumente an diesem Unternehmen halten.
- (9) Montega oder eine mit ihr verbundene juristische Person hat bedeutende finanzielle Interessen an dem analysierten Unternehmen, wie z.B. die Gewinnung und/oder Ausübung von Mandaten bzw. Erbringung von Dienstleistungen für das analysierte Unternehmen (z.B. Roadshows, Round Tables, Earnings Calls, Präsentation auf Konferenzen, etc.).
- (10) Montega hat in den letzten 12 Monaten (über einen Dritten) gegenüber einem Organmitglied des analysierten Unternehmens Leistungen in Bezug auf eine Übertragung von Aktien des analysierten Unternehmens erbracht und hierfür eine Vergütung erhalten.

Unternehmen	Offenlegung (Stand: 01.10.2024)
pferdewetten.de AG	1, 8, 9

## Kurs- und Empfehlungs-Historie

Empfehlung	Datum	Kurs (EUR)	Kursziel (EUR)	Potenzial
Kaufen (Erststudie)	24.02.2021	13,50	25,00	+85%
Kaufen	02.03.2021	14,60	25,00	+71%
Kaufen	15.04.2021	19,10	26,00	+36%
Kaufen	04.05.2021	19,00	26,00	+37%
Kaufen	17.05.2021	19,60	26,00	+33%
Kaufen	08.07.2021	17,60	26,00	+48%
Kaufen	29.07.2021	18,50	26,00	+41%
Kaufen	17.08.2021	18,10	26,00	+44%
Kaufen	08.11.2021	17,30	26,00	+50%
Kaufen	20.12.2021	15,60	28,00	+79%
Kaufen	01.04.2022	15,00	25,00	+67%
Kaufen	19.05.2022	14,25	25,00	+75%
Kaufen	18.08.2022	14,85	22,50	+52%
Kaufen	18.11.2022	11,45	22,50	+97%
Kaufen	13.04.2023	10,90	19,00	+74%
Kaufen	19.05.2023	12,00	19,00	+58%
Kaufen	09.08.2023	10,90	19,00	+74%
Kaufen	12.09.2023	12,20	21,00	+72%
Kaufen	23.11.2023	12,20	20,00	+64%
Kaufen	11.01.2024	12,10	20,00	+65%
Kaufen	13.03.2024	11,10	19,00	+71%
Kaufen	16.05.2024	11,10	16,00	+44%
Kaufen	01.10.2024	7,10	14,00	+97%