

**Empfehlung:** **Kaufen**

**Kursziel:** **22,50 Euro** (zuvor: 25,00 Euro)

**Kurspotenzial:** **+52 Prozent**

**Aktien­daten**

KURS (Schlusskurs Vortag)	14,85 EURO (XETRA)
Aktienanzahl (in Mio.)	4,78
Marktkap. (in Mio. Euro)	71,0
Enterprise Value (in Mio. Euro)	70,0
Ticker	EMH
ISIN	DE000A2YN777

**Kursperformance**

52 Wochen-Hoch (in Euro)	19,30
52 Wochen-Tief (in Euro)	11,00
3 M relativ zum CDAX	+7,6%
6 M relativ zum CDAX	+3,6%



**Aktionärsstruktur**

Streubesitz	68,2%
Management	8,4%
Tullna AG	6,9%
Weiss media GmbH	6,5%
Guido Schmitt	5,0%
DVR Wettbetriebs GmbH	5,0%

**Termine**

Hamburger Investorentag	25. August 2022
Q3 Bericht	14. November 2022

**Prognoseanpassung**

	2022e	2023e	2024e
Umsatz (alt)	23,8	46,2	56,5
Δ in %	-15,7%	-22,5%	-22,5%
EBIT (alt)	-2,5	5,0	7,9
Δ in %	n.m	-44,0%	-33,6%
EPS (alt)	-0,06	0,94	1,26
Δ in %	n.m	-41,5%	-33,3%

**Analyst**

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

**Publikation**

Comment 18. August 2022

**Nach Startschwierigkeiten: Expansionsaktivität im Galopp**

Pferdewetten.de hat am Montag H1-Zahlen vorgelegt, die etwas unter unseren Erwartungen lagen. Das Jahr 2022 ist durch die laufende Umstellung auf die eigene Sportwetten-Plattform jedoch als Übergangsjahr zu sehen.

**Umsatz und Ergebnisentwicklung durch Umstellungsprozess geprägt:** Der Umsatz (Net Gaming Revenue) lag zum Halbjahr mit 7,8 Mio. Euro 1,9% unter dem Wert des Vorjahres. Das historisch umsatz- und ergebnisstarke Segment der Pferdewette zeigte sich in der ersten Jahreshälfte 2022 erneut als robust, erwirtschaftete ein EBIT in Höhe von knapp 2,5 Mio. Euro und konnte damit beinahe die Verluste aus der Sportwette (EBIT: -2,5 Mio. Euro) kompensieren (Konzern-EBIT: -54 TEUR; vs. H1/21: 1,6 Mio. Euro). Für die Equity Story ist die weitere Entwicklung im Bereich Sportwette essenziell, sodass im Folgenden auf die wesentlichen Aspekte detailliert eingegangen wird.

**Ausbau der Sportwetten-Plattform im Fokus:** Im Juni wurde die neue Sportwetten-Plattform erfolgreich implementiert und produktiv geschaltet. Diese wurde vor dem Hintergrund nicht zufriedenstellender Margen durch die Nutzung einer externen Softwarelösung im Rahmen eines Joint-Ventures entwickelt. Das neue Partnerunternehmen verfügt über langjährige Branchenexpertise und hat in der Vergangenheit bereits Volumina von deutlich mehr als 500 Mio. Euro p.a. (stationär und online) abgewickelt, was im Hinblick auf eine langfristige Zusammenarbeit positiv stimmt. Die aus der vertikalen Integration erwartete Margenverbesserung in der Online-Sportwette zeichnete sich nach Aussagen des Managements bereits in den ersten Wochen nach Livegang ab. Das H2 wird nun voll im Fokus des Aufbaus der stationären Aktivitäten stehen. Aktuell sind vier von sechs bewilligten Standorten geöffnet, 16 zusätzliche Genehmigungsanträge liegen den Behörden vor, 24 Standorte werden derzeit für die Antragstellung vorbereitet und 14 weitere Läden sind aktuell im Due-Diligence-Prozess.

**Guidance bestätigt:** Vor dem Hintergrund der Vollkonsolidierung des derzeit noch defizitären Joint-Ventures seit Juli 2022 sowie der forcierten Expansionsgeschwindigkeit in H2/2022 erklärt sich, dass das Unternehmen nach einem ausgeglichenen Ergebnis zum Halbjahr die Guidance eines EBITs in der Bandbreite von -2,5 bis -3,5 Mio. Euro für 2022 bestätigt hat.

**Prognoseanpassungen:** Die aktuelle Shop Pipeline stimmt zuversichtlich, dass die Anzahl an Eröffnungen im zweiten Halbjahr deutlich zunehmen wird. Hinzu kommt die sich bereits abzeichnende Verbesserung der Marge im Bereich Sportwette. Insgesamt liegen die Umsatz- und Ergebnisentwicklung sowie die Geschwindigkeit in der Expansion aber unterhalb unserer Erwartungen. Aufgrund von Verzögerungen in der Shop Eröffnung (derzeit hohe Auslastung bei den Genehmigungsbehörden) erwarten wir eine flachere Anlaufkurve als bisher in unserem Modell abgebildet. Folglich haben wir unsere Prognose für 2022 ff. entsprechend gesenkt und positionieren uns am unteren Rand der EBIT Guidance für 2022.

**Fazit:** Aufgrund der attraktiven Perspektive im Bereich Sportwette und dem starken Stammgeschäft der Pferdewette bekräftigen wir unsere Kaufempfehlung mit einem leicht gesenkten Kursziel von 22,50 Euro (zuvor: 25,00 Euro).

Geschäftsjahresende: 31.12.	2020	2021	2022e	2023e	2024e
Umsatz	14,2	12,7	20,1	35,8	43,8
Veränderung yoy	-1,8%	-10,2%	57,6%	78,2%	22,6%
EBITDA	3,0	0,0	-2,9	3,6	6,3
EBIT	2,5	-0,6	-3,4	2,8	5,2
Jahresüberschuss	1,5	-0,2	-1,1	2,5	3,7
Rohetragsmarge	61,9%	53,1%	43,0%	50,5%	50,7%
EBITDA-Marge	21,4%	-0,1%	-14,3%	10,2%	14,3%
EBIT-Marge	17,9%	-4,6%	-16,9%	7,8%	12,0%
Net Debt	-5,0	-2,4	-5,8	-8,3	-11,0
Net Debt/EBITDA	-1,7	178,1	2,0	-2,3	-1,8
ROCE	22,3%	-4,4%	-24,7%	21,2%	40,0%
EPS	0,34	-0,04	-0,25	0,55	0,84
FCF je Aktie	0,41	0,51	-0,36	0,56	0,83
Dividende	0,26	0,00	0,00	0,22	0,34
Dividendenrendite	1,8%	0,0%	0,0%	1,5%	2,3%
EV/Umsatz	4,9	5,5	3,5	2,0	1,6
EV/EBITDA	23,1	n.m.	n.m.	19,2	11,2
EV/EBIT	27,6	n.m.	n.m.	24,9	13,4
KGV	43,7	n.m.	n.m.	27,0	17,7
KBV	4,1	4,3	3,7	3,3	2,9

Quelle: Unternehmen, Montega, CapitalIQ

Angaben in Mio. EUR, EPS in EUR Kurs: 14,85

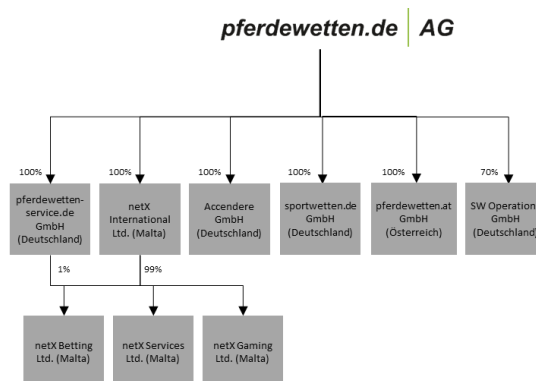
**UNTERNEHMENSHINTERGRUND**

Die pferdewetten.de AG hat ihren Sitz in Düsseldorf und fungiert als Holding für Unternehmen, deren Geschäftstätigkeiten der Online-Glücksspielbranche zuzuordnen sind. Im Fokus der Geschäftstätigkeiten stehen Online-Pferdewetten, 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. Aktuell verfügt das Unternehmen über rund 51.000 registrierte Kunden, die auf Pferderennen aus über 36 Ländern wetten können. Zusätzliche zur Online-Pferdewette wird das Produktangebot durch ein stationäres Pferde-Wettcenter an der Rennbahn in München erweitert. 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.

Neben der Pferdewette ist das Unternehmen seit 2018 auch wieder im Bereich der Sportwette aktiv und betreibt in Deutschland eine Sportwetten-Plattform unter den Domains „www.sportwetten.de“ und „www.sportwetten.com“. Erste Erfahrungen in diesem Bereich sammelte pferdewetten.de bereits von 2002 bis 2006. Letztlich fokussierte sich die Gesellschaft dann aber auf die Pferdewette, da sich die regulatorischen Rahmenbedingungen bei der Sportwette ab 2006 zunehmend verschlechterten. Aufgrund der rechtlichen Änderungen durch den neuen Glücksspielstaatsvertrag, der im Juli 2021 in Kraft tritt, wird dieser Bereich auch für pferdewetten.de wieder sehr attraktiv. Eine deutsche Sportwettlizenz hat das Unternehmen bereits im November 2020 erhalten.

**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 Geschäftstätigkeit der pferdewetten-service.de GmbH umfasst primär die Wettvermittlung und das Wettgeschäft im Wettbüro in München. Die österreichische Gesellschaft pferdewetten.at GmbH ist für die Wettvermittlung in Österreich zuständig. Die sportwetten.de GmbH fokussiert sich auf das Wettgeschäft mit Sportwetten. Die Accendere GmbH kümmert sich um die Betreuung und Anbindung weiterer Kooperationspartner an der Wettsoftware. Unter der Holdinggesellschaft netX International Ltd. ist die netX Betting Ltd. angesiedelt, die vor allem das Online-Wettgeschäft abwickelt sowie die netX Service Ltd., die für die Wettvermittlung auf Malta zuständig ist. Die im Jahr 2020 gegründete netX Gaming Ltd. baut die Geschäftsaktivitäten im Online-Casino aus. Die SW Operations GmbH hat im Geschäftsjahr 2021 noch keine Geschäfte getätigt, wird ab 2022 jedoch die Tätigkeiten rund um das stationäre Sportwettengeschäft beinhalten.

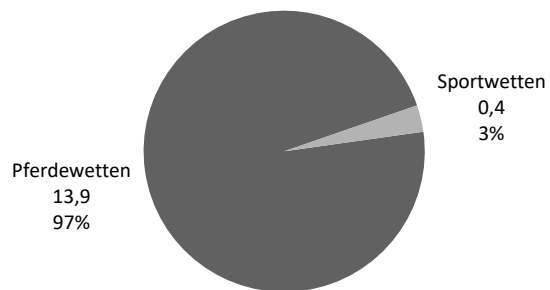
### Wesentliche Ereignisse der Unternehmenshistorie

- 1997** Gründung der MGHG Dienstleistungen für Anleger GmbH, die als Unternehmensgegenstand Börsenspiele sowie die Beratung bei Investitions- und Anlageentscheidungen auswies
- 1999** Umwandlung der Gesellschaft in einer Aktiengesellschaft, Umfirmierung in e.multi Digitale Dienste AG und Erweiterung der Geschäftstätigkeit um das Angebot von Spielen (u.a. im Bereich Sport) und Softwaredienstleistungen
- 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 AG und Fokussierung der Geschäftstätigkeit auf die Durchführung und Veranstaltung von Sport- und Pferdewetten im In- und Ausland
- 2005** Kauf der netXsystems GmbH, die bisher als externer Vertragspartner die IT-Dienstleistungen erbrachte  
  
Kauf eines Wettcenters in München, das seitdem Wetten außerhalb des Online-Bereichs 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) erwarb 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 erstmaliges 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** Die Hauptaktionärin MyBet Holding SE veräußert die Beteiligung an pferdewetten.de. In diesem Zusammenhang erwarb pferdewetten.de die Domains sportwetten.de und sportwetten.com von der MyBet Holding SE
- 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

**Segmentbetrachtung**

pferdewetten.de gliedert die operativen Tätigkeiten in die Segmente Pferdewetten und Sportwetten. Da die Aktivitäten im Bereich Sportwetten erst in 2018 gestartet wurden, ist dieser Bereich im Vergleich zur Pferdewette noch sehr klein. Im Geschäftsjahr 2021 erzielte das Unternehmen einen Umsatz i.H.v. 13,9 Mio. Euro im Bereich der Pferdewette und vergleichsweise geringe 0,4 Mio. Euro in der Sportwette. Auf Ergebnisebene erreichte das Unternehmen im Segment Pferdewetten ein EBIT i.H.v. 4,2 Mio. Euro (EBIT-Marge: 30,6%) und im Segment Sportwetten ein EBIT von -4,8 Mio. Euro. Grund für die erhebliche Ergebnisdiskrepanz sind die derzeit noch hohen Entwicklungs- und Marketinginvestitionen bei der Sportwette.

**Umsätze nach Segmenten**  
(in Mio. Euro)

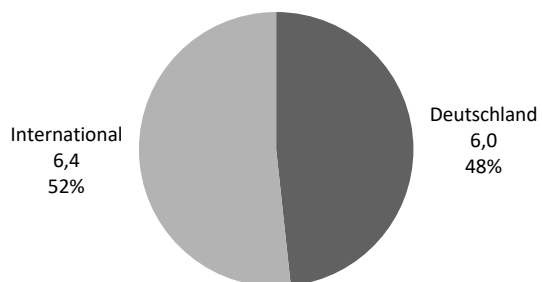


Quelle: Unternehmen

**Märkte und Umsatz**

pferdewetten.de bietet inzwischen Rennen aus mehr als 36 Ländern an und verfügt über einen Kundenstamm von rund 51.000 registrierten Kunden. Pro Tag werden durchschnittlich Wetten auf 300 bis 500 Rennen angeboten. Im Geschäftsjahr 2021 hat das Unternehmen 6,0 Mio. Euro Umsatz mit Kunden aus Deutschland erzielt, was einem Anteil von 48% entspricht. Die übrigen 6,4 Mio. Euro bzw. 52% wurden mit Kunden im Ausland generiert, wobei mit etwa 30% davon der Großteil aus Österreich stammt. Die übrigen ca. 20% verteilen sich international breit gefächert. In den nächsten Jahren gehen wir davon aus, dass auf der einen Seite durch den Ausbau der Sportwetten-Plattform in Deutschland und auf der anderen Seite der Expansion in z.B. benachbarten Länder, die Umsatzverteilung ähnlich bleibt (DACH ca. 70% und Ausland ca. 30%).

**Umsätze nach Regionen**  
(in Mio. Euro)



Quelle: Unternehmen

### Leistungsangebot

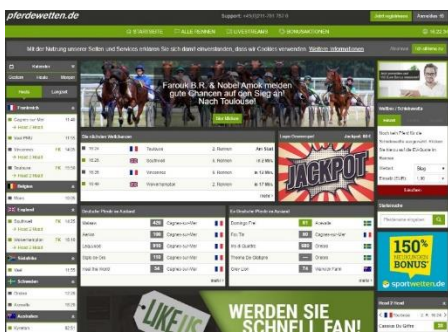
Das Leistungsangebot von pferdewetten.de umfasst die folgenden zwei Kernbereiche:

- Online- und Offline-Pferdewetten
- Online-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).

Die Onlinewette wird über die Domains „www.pferdewetten.de“ und „www.lotoswetten.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.

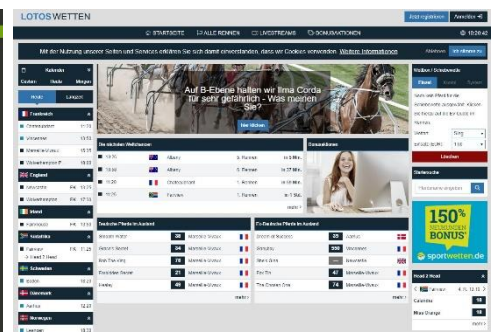
### Wettportale von pferdewetten.de



Quelle: www.pferdewetten.de



Quelle: www.betbird.com



Quelle: www.lotos-wetten.de

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.

**Online-Sportwetten:** In 2016 hat pferdewetten.de die Rechte an den Domains „sportwetten.de“ und „sportwetten.com“ vom 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. Ende 2021 hat pferdewetten.de zudem entschieden, auch im stationären Sportwettbereich aktiv zu werden. Der Aufbau dieses Geschäftsbereich erfolgt ab Q1 2022.

Wettportal sportwetten.de



Quelle: www.sportwetten.de

### Management

Das operative Geschäft wird derzeit alleinverantwortlich von CEO Pierre Hofer geleitet.

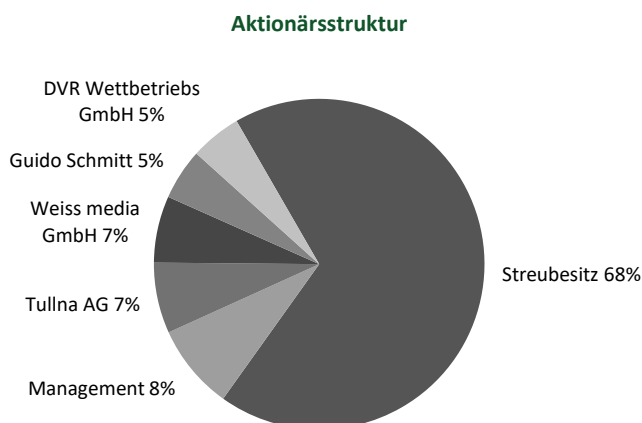


**Pierre Hofer** wurde im Juli 2010 in den Vorstand der pferdewetten.de AG berufen. Zuvor war Herr Hofer als Geschäftsführer mehrerer Unternehmen aus der Glücksspielbranche tätig und hat dabei wertvolle Erfahrung im Bereich der Pferde- und Sportwette gesammelt. Das Interesse zum Pferderennsport begleitet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

### Aktionärsstruktur

Die Aktien der pferdewetten.de AG werden im General Standard an der Frankfurter Wertpapierbörse gehandelt. Das Grundkapital ist in 4.780.018 auf den Inhaber lautende Namensaktien zu je 1,00 Euro aufgeteilt.

Zu den größten Einzelaktionären gehören die Tullna AG mit 6,9% sowie die Weiss media GmbH mit 6,5%. Das Management hält zusammen 8,4%. Neben dem Vorstand sind einige weitere Privatpersonen mit nennenswertem Anteil an pferdewetten.de beteiligt, die alle auch mit dem Pferderennen oder Wettsport verbunden sind. Erwähnenswert sind in diesem Zusammenhang die Beteiligungen des ehemaligen bet-at-home.com AG Vorstands Guido Schmitt (5,0%). Die DVR Wettbetriebs GmbH, die zum Dachverband des Pferderennsports gehört, ist mit 5,0% beteiligt. Die übrigen Anteile werden dem Streubesitz zugeordnet, der aktuell 68,2% beträgt.



Quelle: Unternehmen

ANHANG

DCF Modell	2022e	2023e	2024e	2025e	2026e	2027e	2028e	Terminal Value
Angaben in Mio. Euro								
Umsatz	20,1	35,8	43,8	48,8	55,2	60,1	64,3	65,6
Veränderung	57,6%	78,2%	22,6%	11,3%	13,0%	9,0%	7,0%	2,0%
EBIT	-3,4	2,8	5,2	7,7	9,4	10,2	10,9	10,5
EBIT-Marge	-16,9%	7,8%	12,0%	15,8%	17,0%	17,0%	17,0%	16,0%
NOPAT	-2,4	2,0	3,7	5,4	6,5	7,1	7,5	7,1
Abschreibungen	0,5	0,8	1,0	1,1	1,2	1,2	1,2	1,1
in % vom Umsatz	2,6%	2,4%	2,4%	2,4%	2,1%	2,0%	1,9%	1,7%
Liquiditätsveränderung								
- Working Capital	1,0	0,6	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,0
- Investitionen	-0,8	-1,1	-1,3	-1,3	-1,1	-1,1	-1,2	-1,1
Investitionsquote	4,0%	3,1%	3,0%	2,7%	2,0%	1,9%	1,8%	1,7%
Übriges	1,2	0,3	0,0	-0,3	0,4	0,1	-0,2	-0,2
Free Cash Flow (WACC-Modell)	-0,5	2,7	3,6	5,1	7,1	7,4	7,6	6,9
WACC	8,1%	8,1%	8,1%	8,1%	8,1%	8,1%	8,1%	8,1%
Present Value	-0,5	2,4	3,0	3,9	5,1	4,9	4,6	64,3
Kumuliert	-0,5	1,9	4,9	8,8	13,9	18,8	23,4	87,7

Wertermittlung (Mio. Euro)	Annahmen: Umsatzwachstumsraten und Margenerwartungen
Total present value (Tpv)	87,7
Terminal Value	64,3
Anteil vom Tpv-Wert	73%
Verbindlichkeiten	1,4
Liquide Mittel	21,9
Eigenkapitalwert	108,1
	Kurzfristiges Umsatzwachstum 2022-2025 34,4%
	Mittelfristiges Umsatzwachstum 2022-2028 21,4%
	Langfristiges Umsatzwachstum ab 2029 2,0%
	EBIT-Marge 2022-2025 4,7%
	EBIT-Marge 2022-2028 10,0%
	Langfristige EBIT-Marge ab 2029 16,0%

Aktienzahl (Mio.)	4,78	Sensitivität Wert je Aktie (Euro) ewiges Wachstum					
Wert je Aktie (Euro)	22,62	WACC	1,25%	1,75%	2,00%	2,25%	2,75%
+Upside / -Downside	52%	8,60%	19,86	20,65	21,09	21,56	22,63
Aktienkurs (Euro)	14,85	8,35%	20,48	21,34	21,83	22,35	23,53
		8,10%	21,15	22,09	22,62	23,20	24,51
		7,85%	21,86	22,90	23,48	24,12	25,58
		7,60%	22,64	23,78	24,43	25,14	26,77

Modellparameter	Sensitivität Wert je Aktie (Euro) EBIT-Marge ab 2029e						
Fremdkapitalquote	30,0%	WACC	15,50%	15,75%	16,00%	16,25%	16,50%
Fremdkapitalzins	4,0%	8,60%	20,71	20,90	21,09	21,28	21,48
Marktrendite	9,0%	8,35%	21,42	21,62	21,83	22,03	22,23
risikofreie Rendite	2,00%	8,10%	22,19	22,40	22,62	22,84	23,05
		7,85%	23,03	23,26	23,48	23,71	23,94
		7,60%	23,94	24,18	24,43	24,67	24,91

Quelle: Montega



G&V (in Mio. Euro) pferdewetten.de AG	2019	2020	2021	2022e	2023e	2024e
<b>Umsatz</b>	<b>14,4</b>	<b>14,2</b>	<b>12,7</b>	<b>20,1</b>	<b>35,8</b>	<b>43,8</b>
Bestandsveränderungen	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Aktivierte Eigenleistungen	0,0	0,0	1,8	0,0	0,0	0,0
<b>Gesamtleistung</b>	<b>14,4</b>	<b>14,2</b>	<b>14,6</b>	<b>20,1</b>	<b>35,8</b>	<b>43,8</b>
Materialaufwand	6,2	5,4	7,8	11,4	17,7	21,6
<b>Rohertrag</b>	<b>8,2</b>	<b>8,8</b>	<b>6,8</b>	<b>8,6</b>	<b>18,1</b>	<b>22,2</b>
Personalaufwendungen	3,3	3,7	4,6	7,1	8,9	10,1
Sonstige betriebliche Aufwendungen	2,4	2,6	3,0	5,2	6,4	7,1
Sonstige betriebliche Erträge	0,4	0,5	0,9	0,8	1,0	1,2
<b>EBITDA</b>	<b>3,0</b>	<b>3,0</b>	<b>0,0</b>	<b>-2,9</b>	<b>3,6</b>	<b>6,3</b>
Abschreibungen auf Sachanlagen	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,2
<b>EBITA</b>	<b>3,0</b>	<b>2,9</b>	<b>-0,1</b>	<b>-2,9</b>	<b>3,5</b>	<b>6,1</b>
Amortisation immaterielle Vermögensgegenstände	0,5	0,4	0,5	0,4	0,7	0,9
Impairment Charges und Amortisation Goodwill	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>EBIT</b>	<b>2,4</b>	<b>2,5</b>	<b>-0,6</b>	<b>-3,4</b>	<b>2,8</b>	<b>5,2</b>
Finanzergebnis	0,1	0,1	0,2	0,2	0,2	0,2
<b>Ergebnis der gewöhnlichen Geschäftstätigkeit</b>	<b>2,5</b>	<b>2,7</b>	<b>-0,4</b>	<b>-3,2</b>	<b>3,0</b>	<b>5,4</b>
Außerordentliches Ergebnis	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>EBT</b>	<b>2,5</b>	<b>2,7</b>	<b>-0,4</b>	<b>-3,2</b>	<b>3,0</b>	<b>5,4</b>
EE-Steuern	-0,8	1,2	-0,2	-0,9	0,8	1,6
Jahresüberschuss aus fortgef. Geschäftstätigkeit	3,3	1,5	-0,2	-2,3	2,1	3,8
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>3,3</b>	<b>1,5</b>	<b>-0,2</b>	<b>-2,3</b>	<b>2,1</b>	<b>3,8</b>
Anteile Dritter	0,0	0,0	0,0	-1,2	-0,3	0,0
<b>Jahresüberschuss</b>	<b>3,3</b>	<b>1,5</b>	<b>-0,2</b>	<b>-1,1</b>	<b>2,5</b>	<b>3,7</b>

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

G&V (in % vom Umsatz) pferdewetten.de AG	2019	2020	2021	2022e	2023e	2024e
<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%
Aktivierte Eigenleistungen	0,0%	0,0%	14,4%	0,0%	0,0%	0,0%
<b>Gesamtleistung</b>	<b>100,0%</b>	<b>100,0%</b>	<b>114,4%</b>	<b>100,0%</b>	<b>100,0%</b>	<b>100,0%</b>
Materialaufwand	43,0%	38,1%	61,3%	57,0%	49,5%	49,3%
<b>Rohertrag</b>	<b>57,0%</b>	<b>61,9%</b>	<b>53,1%</b>	<b>43,0%</b>	<b>50,5%</b>	<b>50,7%</b>
Personalaufwendungen	22,7%	26,2%	36,3%	35,3%	25,0%	23,0%
Sonstige betriebliche Aufwendungen	16,4%	18,2%	23,9%	26,0%	18,0%	16,1%
Sonstige betriebliche Erträge	3,1%	3,8%	7,0%	4,0%	2,7%	2,7%
<b>EBITDA</b>	<b>21,0%</b>	<b>21,4%</b>	<b>-0,1%</b>	<b>-14,3%</b>	<b>10,2%</b>	<b>14,3%</b>
Abschreibungen auf Sachanlagen	0,6%	0,6%	0,6%	0,4%	0,4%	0,4%
<b>EBITA</b>	<b>20,4%</b>	<b>20,8%</b>	<b>-0,7%</b>	<b>-14,7%</b>	<b>9,8%</b>	<b>14,0%</b>
Amortisation immaterielle Vermögensgegenstände	3,6%	2,9%	3,9%	2,2%	2,0%	2,0%
Impairment Charges und Amortisation Goodwill	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
<b>EBIT</b>	<b>16,9%</b>	<b>17,9%</b>	<b>-4,6%</b>	<b>-16,9%</b>	<b>7,8%</b>	<b>12,0%</b>
Finanzergebnis	0,7%	0,9%	1,6%	0,8%	0,4%	0,4%
<b>Ergebnis der gewöhnlichen Geschäftstätigkeit</b>	<b>17,6%</b>	<b>18,8%</b>	<b>-3,1%</b>	<b>-16,1%</b>	<b>8,3%</b>	<b>12,3%</b>
Außerordentliches Ergebnis	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
<b>EBT</b>	<b>17,6%</b>	<b>18,8%</b>	<b>-3,1%</b>	<b>-16,1%</b>	<b>8,3%</b>	<b>12,3%</b>
EE-Steuern	-5,4%	8,5%	-1,8%	-4,5%	2,3%	3,7%
Jahresüberschuss aus fortgef. Geschäftstätigkeit	23,0%	10,3%	-1,2%	-11,6%	6,0%	8,6%
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>23,0%</b>	<b>10,3%</b>	<b>-1,2%</b>	<b>-11,6%</b>	<b>6,0%</b>	<b>8,6%</b>
Anteile Dritter	0,0%	0,0%	0,0%	-6,0%	-0,9%	0,1%
<b>Jahresüberschuss</b>	<b>23,0%</b>	<b>10,3%</b>	<b>-1,2%</b>	<b>-5,6%</b>	<b>6,9%</b>	<b>8,5%</b>

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

Bilanz (in Mio. Euro) pferdewetten.de AG	2019	2020	2021	2022e	2023e	2024e
<b>AKTIVA</b>						
Immaterielle Vermögensgegenstände	3,6	3,2	5,2	5,2	5,0	4,7
Sachanlagen	0,4	0,3	0,3	0,6	1,1	1,6
Finanzanlagen	0,5	0,5	1,0	1,0	1,0	1,0
<b>Anlagevermögen</b>	<b>4,5</b>	<b>4,1</b>	<b>6,5</b>	<b>6,8</b>	<b>7,0</b>	<b>7,3</b>
Vorräte	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Forderungen aus Lieferungen und Leistungen	2,1	2,3	2,3	3,2	5,7	7,0
Liquide Mittel	14,8	16,1	16,8	20,3	22,7	25,5
Sonstige Vermögensgegenstände	6,6	9,1	8,7	8,7	8,7	8,7
<b>Umlaufvermögen</b>	<b>23,6</b>	<b>27,4</b>	<b>27,8</b>	<b>32,2</b>	<b>37,1</b>	<b>41,2</b>
<b>Bilanzsumme</b>	<b>28,1</b>	<b>31,5</b>	<b>34,2</b>	<b>38,9</b>	<b>44,2</b>	<b>48,5</b>
<b>PASSIVA</b>						
<b>Eigenkapital</b>	<b>15,8</b>	<b>17,5</b>	<b>16,4</b>	<b>19,2</b>	<b>21,4</b>	<b>24,1</b>
<b>Anteile Dritter</b>	<b>0,0</b>	<b>0,0</b>	<b>0,0</b>	<b>0,0</b>	<b>0,0</b>	<b>0,0</b>
Rückstellungen	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Zinstragende Verbindlichkeiten	1,5	1,6	1,4	1,4	1,4	1,4
Verbindl. aus Lieferungen und Leistungen	2,1	2,8	2,1	4,0	7,1	8,6
Sonstige Verbindlichkeiten	8,7	9,6	14,3	14,3	14,3	14,3
<b>Verbindlichkeiten</b>	<b>12,2</b>	<b>14,0</b>	<b>17,8</b>	<b>19,7</b>	<b>22,8</b>	<b>24,3</b>
<b>Bilanzsumme</b>	<b>28,1</b>	<b>31,5</b>	<b>34,2</b>	<b>38,9</b>	<b>44,2</b>	<b>48,5</b>

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

Bilanz (in % der Bilanzsumme) pferdewetten.de AG	2019	2020	2021	2022e	2023e	2024e
<b>AKTIVA</b>						
Immaterielle Vermögensgegenstände	12,9%	10,2%	15,4%	13,4%	11,3%	9,7%
Sachanlagen	1,3%	1,0%	0,8%	1,5%	2,4%	3,3%
Finanzanlagen	1,9%	1,7%	2,8%	2,5%	2,2%	2,0%
<b>Anlagevermögen</b>	<b>16,0%</b>	<b>12,9%</b>	<b>19,0%</b>	<b>17,4%</b>	<b>15,9%</b>	<b>15,0%</b>
Vorräte	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Forderungen aus Lieferungen und Leistungen	7,6%	7,2%	6,7%	8,2%	12,9%	14,4%
Liquide Mittel	52,8%	51,1%	49,1%	52,1%	51,5%	52,5%
Sonstige Vermögensgegenstände	23,5%	28,7%	25,4%	22,3%	19,7%	17,9%
<b>Umlaufvermögen</b>	<b>83,8%</b>	<b>87,0%</b>	<b>81,1%</b>	<b>82,7%</b>	<b>84,0%</b>	<b>84,9%</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>56,3%</b>	<b>55,5%</b>	<b>47,9%</b>	<b>49,5%</b>	<b>48,4%</b>	<b>49,8%</b>
<b>Anteile Dritter</b>	<b>0,0%</b>	<b>0,0%</b>	<b>0,0%</b>	<b>0,0%</b>	<b>0,0%</b>	<b>0,0%</b>
Rückstellungen	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Zinstragende Verbindlichkeiten	5,2%	4,9%	4,2%	3,7%	3,2%	3,0%
Verbindl. aus Lieferungen und Leistungen	7,3%	8,8%	6,1%	10,3%	16,1%	17,7%
Sonstige Verbindlichkeiten	31,0%	30,6%	41,7%	36,7%	32,3%	29,4%
<b>Verbindlichkeiten</b>	<b>43,5%</b>	<b>44,4%</b>	<b>52,0%</b>	<b>50,6%</b>	<b>51,6%</b>	<b>50,1%</b>
<b>Bilanzsumme</b>	<b>100,0%</b>	<b>100,0%</b>	<b>100,0%</b>	<b>100,0%</b>	<b>100,0%</b>	<b>100,0%</b>

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

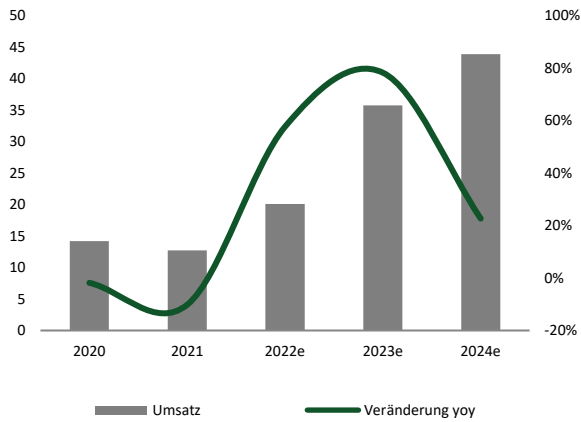
Kapitalflussrechnung (in Mio. Euro) pferdewetten.de AG	2019	2020	2021	2022e	2023e	2024e
Jahresüberschuss/ -fehlbetrag	3,3	1,5	-0,2	-2,3	2,1	3,8
Abschreibung Anlagevermögen	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,2
Amortisation immaterielle Vermögensgegenstände	0,5	0,4	0,5	0,4	0,7	0,9
Veränderung langfristige Rückstellungen	-0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Sonstige zahlungsunwirksame Erträge/Aufwendungen	-2,4	-2,2	-1,7	0,0	0,0	0,0
<b>Cash Flow</b>	<b>1,4</b>	<b>-0,2</b>	<b>-1,3</b>	<b>-1,8</b>	<b>3,0</b>	<b>4,8</b>
Veränderung Working Capital	3,0	2,1	3,6	1,0	0,6	0,2
<b>Cash Flow aus operativer Tätigkeit</b>	<b>4,4</b>	<b>1,9</b>	<b>2,3</b>	<b>-0,8</b>	<b>3,6</b>	<b>5,0</b>
CAPEX	-0,1	-0,1	-0,1	-0,8	-1,1	-1,3
Sonstiges	-0,3	-0,2	0,3	0,0	0,0	0,0
<b>Cash Flow aus Investitionstätigkeit</b>	<b>-0,4</b>	<b>-0,3</b>	<b>0,3</b>	<b>-0,8</b>	<b>-1,1</b>	<b>-1,3</b>
Dividendenzahlung	-0,7	-0,9	-1,2	0,0	0,0	-1,0
Veränderung Finanzverbindlichkeiten	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Sonstiges	-0,2	0,3	-0,1	5,1	0,0	0,0
<b>Cash Flow aus Finanzierungstätigkeit</b>	<b>-0,9</b>	<b>-0,5</b>	<b>-1,3</b>	<b>5,1</b>	<b>0,0</b>	<b>-1,0</b>
Effekte aus Wechselkursänderungen	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Veränderung liquide Mittel</b>	<b>3,1</b>	<b>1,1</b>	<b>1,3</b>	<b>3,5</b>	<b>2,5</b>	<b>2,7</b>
<b>Endbestand liquide Mittel</b>	<b>11,4</b>	<b>12,5</b>	<b>13,8</b>	<b>17,3</b>	<b>19,8</b>	<b>22,5</b>

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

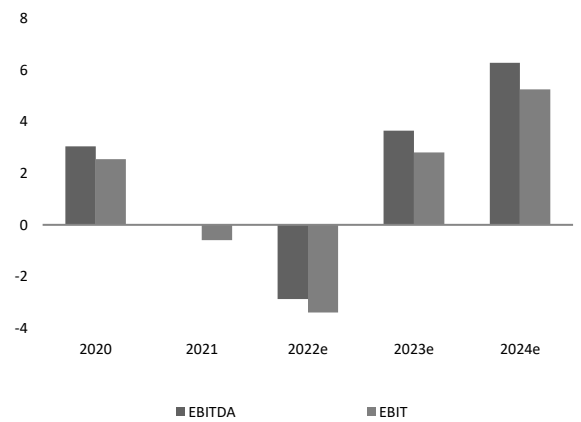
Kennzahlen pferdewetten.de AG	2019	2020	2021	2022e	2023e	2024e
<b>Ertragsmargen</b>						
Rohertragsmarge (%)	57,0%	61,9%	53,1%	43,0%	50,5%	50,7%
EBITDA-Marge (%)	21,0%	21,4%	-0,1%	-14,3%	10,2%	14,3%
EBIT-Marge (%)	16,9%	17,9%	-4,6%	-16,9%	7,8%	12,0%
EBT-Marge (%)	17,6%	18,8%	-3,1%	-16,1%	8,3%	12,3%
Netto-Umsatzrendite (%)	23,0%	10,3%	-1,2%	-11,6%	6,0%	8,6%
<b>Kapitalverzinsung</b>						
ROCE (%)	38,8%	22,3%	-4,4%	-24,7%	21,2%	40,0%
ROE (%)	25,6%	9,2%	-0,9%	-6,9%	12,7%	17,5%
ROA (%)	11,8%	4,6%	-0,5%	-2,9%	5,5%	7,7%
<b>Solvenz</b>						
Net Debt zum Jahresende (Mio. Euro)	-5,6	-5,0	-2,4	-5,8	-8,3	-11,0
Net Debt / EBITDA	-1,8	-1,7	n.m.	n.m.	-2,3	-1,8
Net Gearing (Net Debt/EK)	-0,4	-0,3	-0,1	-0,3	-0,4	-0,5
<b>Kapitalfluss</b>						
Free Cash Flow (Mio. EUR)	4,3	1,8	2,3	-1,6	2,5	3,7
Capex / Umsatz (%)	13%	13%	22%	4%	3%	3%
Working Capital / Umsatz (%)	0%	-2%	-1%	-1%	-3%	-3%
<b>Bewertung</b>						
EV/Umsatz	4,8	4,9	5,5	3,5	2,0	1,6
EV/EBITDA	23,1	23,1	-	-	19,2	11,2
EV/EBIT	28,7	27,6	-	-	24,9	13,4
EV/FCF	16,1	39,1	30,8	-	28,3	18,9
KGV	19,3	43,7	-	-	27,0	17,7
KBV	4,5	4,1	4,3	3,7	3,3	2,9
Dividendenrendite	1,3%	1,8%	0,0%	0,0%	1,5%	2,3%

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

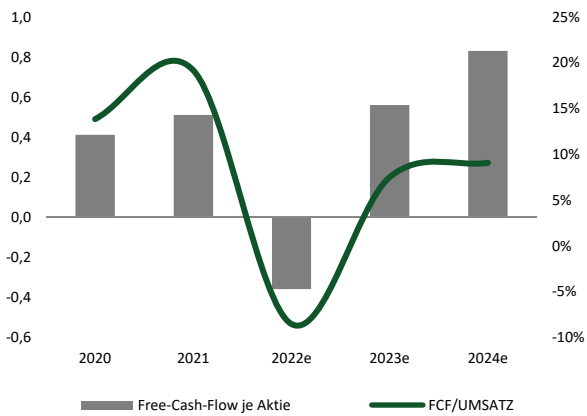
Umsatzentwicklung



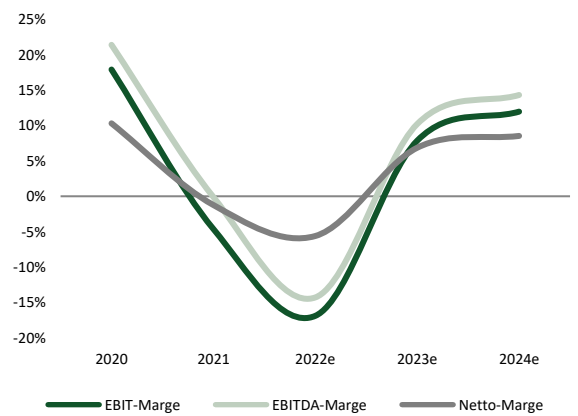
Ergebnisentwicklung



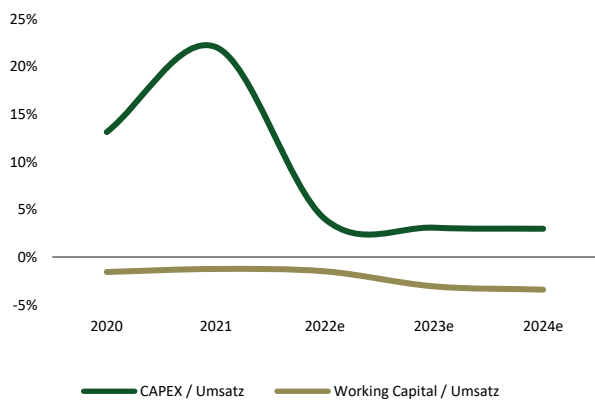
Free-Cash-Flow Entwicklung



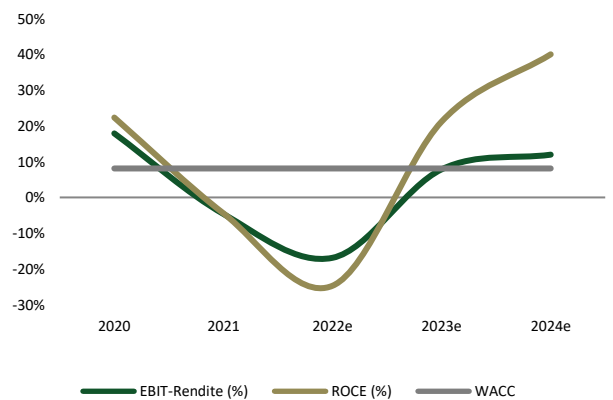
Margenentwicklung



Investitionen / Working Capital



EBIT-Rendite / ROCE





## Kurs- und Empfehlungs-Historie

Empfehlung	Datum	Kurs	Kursziel	Potenzial
Kaufen (Ersteinschätzung)	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%