

Empfehlung: Kaufen

Kursziel: 25,00 Euro

Kurspotenzial: +75 Prozent

Aktien Daten

KURS (Schlusskurs Vortag)	14,25 EURO (XETRA)
Aktienanzahl (in Mio.)	4,78
Marktkap. (in Mio. Euro)	68,1
Enterprise Value (in Mio. Euro)	60,7
Ticker	EMH
ISIN	DE000A2YN777

Kursperformance

52 Wochen-Hoch (in Euro)	21,00
52 Wochen-Tief (in Euro)	14,00
3 M relativ zum CDAX	-3,5%
6 M relativ zum CDAX	+4,0%



Quelle: Capital IQ

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

H1 Bericht	15. August 2022
HV	18. August 2022

Prognoseanpassung

	2022e	2023e	2024e
Umsatz (alt)	23,8	46,2	56,5
Δ in %	-	-	-
EBIT (alt)	-2,5	5,0	7,9
Δ in %	-	-	-
EPS (alt)	-0,06	0,94	1,26
Δ in %	-	-	-

Analyst

Henrik Markmann, CEFA
 +49 40 41111 37 84
 h.markmann@montega.de

Publikation

Comment 19. Mai 2022

Starke Entwicklung im Kerngeschäft und Erhalt der Lizenz-erweiterung bilden aussichtsreiche Basis für das Jahr 2022

pferdewetten.de hat am Montag seinen Q1-Zwischenbericht veröffentlicht und damit eine insgesamt zufriedenstellende Entwicklung im Jahresauftaktquartal gezeigt.

Erfreuliche Entwicklung in der Pferdewette kompensiert Verluste in der Sportwette: Im Jahresauftaktquartal erzielte pferdewetten.de einen Brutto Wett- und Gamingertrag i.H.v. 9,5 Mio. Euro (-11,0% yoy), der primär aufgrund eines gezielteren Einsatzes von Bonuszahlungen zur Kundenpflege unter Vorjahr liegt. Auf Ergebnisebene erreichte der Konzern ein EBIT von 0,7 Mio. Euro (Vj.: 0,8 Mio. Euro), das wie im Vorjahr von einer starken Entwicklung in der Pferdewette (1,9 Mio. Euro; Vj.: 1,8 Mio. Euro) sowie einer nach wie vor durch Anlaufinvestitionen geprägten Performance in der Sportwette (-1,2 Mio. Euro; Vj.: -1,0 Mio. Euro) geprägt ist. Zudem scheint die Ergebnisentwicklung in der Pferdewette durch Wachstumsinvestitionen in (teils neue) Produkte im Dienstleistungsbereich etwas belastet zu sein. Nach Unternehmensangaben ist die Nachfrage sowohl aus dem Heimatmarkt als auch aus ausländischen Regionen (u.a. Nordics) jedoch unverändert hoch, sodass es u.E. sinnvoll ist, das Produktangebot kontinuierlich zu verbessern und auszubauen.

Lizenerweiterung inzwischen erfolgt: Bereits Mitte April erhielt pferdewetten.de die Lizenerweiterung für den stationären Betrieb von Sportwetten-Shops. In diesem Zusammenhang bestätigt das Management auch den Fahrplan hinsichtlich der Shop-Eröffnungen. So möchte pferdewetten.de in den ersten 12 Monaten 76 „sportwetten.de“-Shops eröffnen und damit Wetteinsätze i.H.v. 39,0 Mio. Euro erzielen. Aus diesen Wetteinsätzen erwartet das Unternehmen 11,0 Mio. Euro Brutto-Gaming-Ertrag (GGR). Nach 24 Monaten sollen es 112 Shops, 112 Mio. Euro Wetteinsätze sowie bereits 32,0 Mio. Euro GGR sein. Nach Unternehmensangaben verläuft die Vermarktung der neuen Shop-Software bislang „mehr als zufriedenstellend“, sodass pferdewetten.de mit vollen Auftragsbüchern auf Hochtouren an der Eröffnung der ersten Retail-Shops arbeitet. Einen ersten Zwischenbericht hierzu sowie zur Implementierung der neuen Sportwetten-Software erwarten wir spätestens Mitte August im Rahmen des H1-Berichts.

Jahresziele bestätigt: Vor dem Hintergrund des insgesamt zufriedenstellenden Verlaufs in Q1 bestätigte der Vorstand seinen Ausblick für das Gesamtjahr und geht weiterhin von einem Konzern-EBIT in einer Bandbreite von -2,5 bis -3,5 Mio. Euro aus. Auch wir halten an unseren Prognosen fest, wenngleich die Visibilität für den konkreten Verlauf des Aufbaus der Retail-Geschäfte sehr gering ist und folglich auch die genaue Höhe der Rollout-Ausgaben im laufenden Jahr schwer abschätzbar sind.

Fazit: pferdewetten.de ist solide in das Jahr 2022 gestartet und hat durch die bereits erfolgte Lizenerweiterung nun alle regulatorischen Hürden für den Aufbau des Retail-Sportwettgeschäfts aus dem Weg geräumt. Erste Erfolgsmeldungen dahingehend erwarten wir spätestens im Rahmen der H1-Berichterstattung. Mit unveränderten Prognosen bestätigen wir unsere Kaufempfehlung sowie das Kursziel von 25,00 Euro.

Geschäftsjahresende: 31.12.	2020	2021	2022e	2023e	2024e
Umsatz	14,2	12,7	23,8	46,2	56,5
Veränderung yoy	-1,8%	-10,2%	87,0%	94,0%	22,5%
EBITDA	3,0	0,0	-1,9	6,1	9,2
EBIT	2,5	-0,6	-2,5	5,0	7,9
Jahresüberschuss	1,5	-0,2	-0,3	4,2	5,6
Rohertagsmarge	61,9%	53,1%	43,0%	50,5%	50,7%
EBITDA-Marge	21,4%	-0,1%	-8,0%	13,2%	16,3%
EBIT-Marge	17,9%	-4,6%	-10,6%	10,9%	14,0%
Net Debt	-5,0	-2,4	-6,7	-11,3	-15,6
Net Debt/EBITDA	-1,7	178,1	3,5	-1,9	-1,7
ROCE	22,3%	-4,4%	-18,5%	39,3%	65,1%
EPS	0,34	-0,04	-0,06	0,94	1,26
FCF je Aktie	0,41	0,51	-0,17	1,04	1,35
Dividende	0,26	0,00	0,00	0,38	0,50
Dividendenrendite	1,8%	0,0%	0,0%	2,7%	3,5%
EV/Umsatz	4,3	4,8	2,5	1,3	1,1
EV/EBITDA	20,0	n.m.	n.m.	10,0	6,6
EV/EBIT	23,9	n.m.	n.m.	12,1	7,7
KGV	41,9	n.m.	n.m.	15,2	11,3
KBV	3,9	4,2	3,4	2,9	2,5

Quelle: Unternehmen, Montega, CapitalIQ

Angaben in Mio. EUR, EPS in EUR Kurs: 14,25

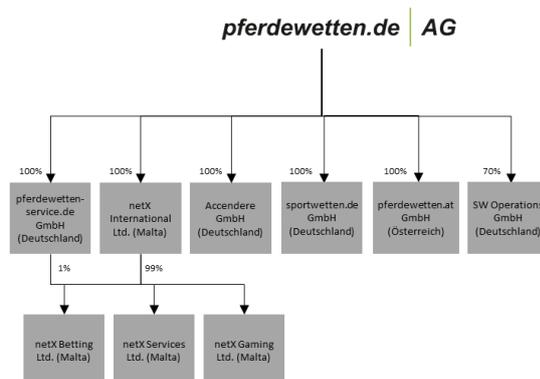
UNTERNEHMENSHINTERGRUND

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.

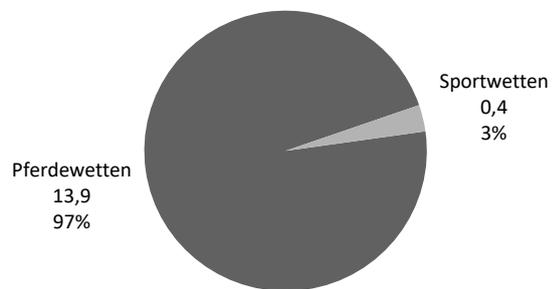
Wesentliche Ereignisse der Unternehmenshistorie

- 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)

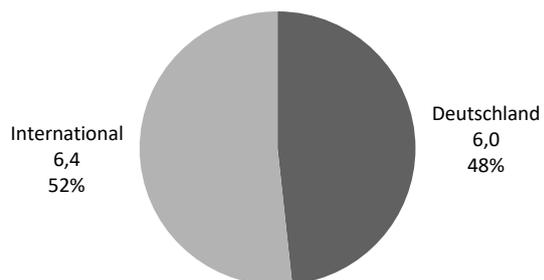


Quelle: Unternehmen

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.

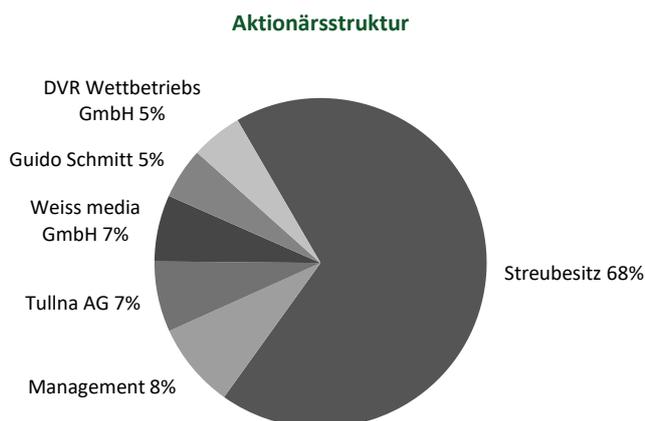


Pierre Hofer wurde im Juli 2010 in den Vorstand der pferdewetten.de AG berufen. Zuvor war Herr Hofer als Geschäftsführer mehrerer Unternehmen aus der Glücksspielbranche tätig und hat dabei wertvolle Erfahrung im Bereich der Pferde- und Sportwette gesammelt. Das Interesse zum Pferderennsport begleitet 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	23,8	46,2	56,5	65,8	74,4	81,1	86,7	88,5
Veränderung	87,0%	94,0%	22,5%	16,4%	13,0%	9,0%	7,0%	2,0%
EBIT	-2,5	5,0	7,9	10,4	12,6	14,6	15,6	14,2
EBIT-Marge	-10,6%	10,9%	14,0%	15,8%	17,0%	18,0%	18,0%	16,0%
NOPAT	-1,8	3,6	5,5	7,3	8,7	10,1	10,8	9,6
Abschreibungen	0,6	1,1	1,3	1,5	1,6	1,6	1,6	1,5
in % vom Umsatz	2,6%	2,4%	2,4%	2,4%	2,1%	2,0%	1,9%	1,7%
Liquiditätsveränderung								
- Working Capital	1,1	0,9	0,3	0,3	0,3	0,2	0,2	0,1
- Investitionen	-0,8	-1,1	-1,3	-1,3	-1,5	-1,5	-1,6	-1,5
Investitionsquote	3,4%	2,4%	2,3%	2,0%	2,0%	1,9%	1,8%	1,7%
Übriges	1,4	0,4	-0,1	-0,5	-0,8	-1,2	-1,7	-1,7
Free Cash Flow (WACC-Modell)	0,5	4,9	5,8	7,3	8,3	9,2	9,3	7,9
WACC	8,1%							
Present Value	0,5	4,2	4,6	5,4	5,7	5,8	5,4	69,7
Kumuliert	0,5	4,7	9,3	14,7	20,4	26,2	31,6	101,3

Wertermittlung (Mio. Euro)	
Total present value (Tpv)	101,3
Terminal Value	69,7
Anteil vom Tpv-Wert	69%
Verbindlichkeiten	1,4
Liquide Mittel	21,9
Eigenkapitalwert	121,7

Annahmen: Umsatzwachstumsraten und Margenerwartungen			
Kurzfristiges Umsatzwachstum	2022-2025		40,3%
Mittelfristiges Umsatzwachstum	2022-2028		24,1%
Langfristiges Umsatzwachstum	ab 2029		2,0%
EBIT-Marge	2022-2025		7,5%
EBIT-Marge	2022-2028		11,9%
Langfristige EBIT-Marge	ab 2029		16,0%

Aktienzahl (Mio.)	4,78
Wert je Aktie (Euro)	25,47
+Upside / -Downside	79%
Aktienkurs (Euro)	14,25
Modellparameter	
Fremdkapitalquote	30,0%
Fremdkapitalzins	4,0%
Marktrendite	9,0%
risikofreie Rendite	2,00%

Sensitivität Wert je Aktie (Euro)		ewiges Wachstum				
WACC		1,25%	1,75%	2,00%	2,25%	2,75%
8,60%		22,42	23,27	23,74	24,26	25,41
8,35%		23,12	24,05	24,57	25,14	26,41
8,10%		23,87	24,89	25,47	26,09	27,51
7,85%		24,68	25,81	26,44	27,13	28,72
7,60%		25,56	26,80	27,50	28,28	30,05

Sensitivität Wert je Aktie (Euro)		EBIT-Marge ab 2029e				
WACC		15,50%	15,75%	16,00%	16,25%	16,50%
8,60%		23,25	23,50	23,74	23,99	24,24
8,35%		24,05	24,31	24,57	24,83	25,10
8,10%		24,91	25,19	25,47	25,75	26,03
7,85%		25,85	26,15	26,44	26,74	27,03
7,60%		26,87	27,19	27,50	27,82	28,13

Quelle: Montega

G&V (in Mio. Euro) pferdewetten.de AG	2019	2020	2021	2022e	2023e	2024e
Umsatz	14,4	14,2	12,7	23,8	46,2	56,5
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
Gesamtleistung	14,4	14,2	14,6	23,8	46,2	56,5
Materialaufwand	6,2	5,4	7,8	13,6	22,9	27,9
Rohhertrag	8,2	8,8	6,8	10,2	23,3	28,7
Personalaufwendungen	3,3	3,7	4,6	6,9	10,2	11,9
Sonstige betriebliche Aufwendungen	2,4	2,6	3,0	6,2	8,3	9,1
Sonstige betriebliche Erträge	0,4	0,5	0,9	1,0	1,2	1,5
EBITDA	3,0	3,0	0,0	-1,9	6,1	9,2
Abschreibungen auf Sachanlagen	0,1	0,1	0,1	0,1	0,2	0,2
EBITA	3,0	2,9	-0,1	-2,0	5,9	9,0
Amortisation immaterielle Vermögensgegenstände	0,5	0,4	0,5	0,5	0,9	1,1
Impairment Charges und Amortisation Goodwill	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
EBIT	2,4	2,5	-0,6	-2,5	5,0	7,9
Finanzergebnis	0,1	0,1	0,2	0,2	0,2	0,2
Ergebnis der gewöhnlichen Geschäftstätigkeit	2,5	2,7	-0,4	-2,3	5,2	8,1
Außerordentliches Ergebnis	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
EBT	2,5	2,7	-0,4	-2,3	5,2	8,1
EE-Steuern	-0,8	1,2	-0,2	-0,7	1,5	2,4
Jahresüberschuss aus fortgef. Geschäftstätigkeit	3,3	1,5	-0,2	-1,7	3,8	5,7
Ergebnis aus nicht fortgeführter Geschäftstätigkeit (netto)	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Jahresüberschuss vor Anteilen Dritter	3,3	1,5	-0,2	-1,7	3,8	5,7
Anteile Dritter	0,0	0,0	0,0	-1,4	-0,4	0,1
Jahresüberschuss	3,3	1,5	-0,2	-0,3	4,2	5,6

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

G&V (in % vom Umsatz) pferdewetten.de AG	2019	2020	2021	2022e	2023e	2024e
Umsatz	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%
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%
Gesamtleistung	100,0%	100,0%	114,4%	100,0%	100,0%	100,0%
Materialaufwand	43,0%	38,1%	61,3%	57,0%	49,5%	49,3%
Rohhertrag	57,0%	61,9%	53,1%	43,0%	50,5%	50,7%
Personalaufwendungen	22,7%	26,2%	36,3%	29,0%	22,0%	21,0%
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%
EBITDA	21,0%	21,4%	-0,1%	-8,0%	13,2%	16,3%
Abschreibungen auf Sachanlagen	0,6%	0,6%	0,6%	0,4%	0,4%	0,4%
EBITA	20,4%	20,8%	-0,7%	-8,4%	12,9%	16,0%
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%
EBIT	16,9%	17,9%	-4,6%	-10,6%	10,9%	14,0%
Finanzergebnis	0,7%	0,9%	1,6%	0,8%	0,4%	0,4%
Ergebnis der gewöhnlichen Geschäftstätigkeit	17,6%	18,8%	-3,1%	-9,8%	11,3%	14,3%
Außerordentliches Ergebnis	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
EBT	17,6%	18,8%	-3,1%	-9,8%	11,3%	14,3%
EE-Steuern	-5,4%	8,5%	-1,8%	-2,7%	3,2%	4,3%
Jahresüberschuss aus fortgef. Geschäftstätigkeit	23,0%	10,3%	-1,2%	-7,1%	8,1%	10,0%
Ergebnis aus nicht fortgeführter Geschäftstätigkeit (netto)	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Jahresüberschuss vor Anteilen Dritter	23,0%	10,3%	-1,2%	-7,1%	8,1%	10,0%
Anteile Dritter	0,0%	0,0%	0,0%	-6,0%	-0,9%	0,1%
Jahresüberschuss	23,0%	10,3%	-1,2%	-1,1%	9,0%	9,9%

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

Bilanz (in Mio. Euro) pferdewetten.de AG	2019	2020	2021	2022e	2023e	2024e
AKTIVA						
Immaterielle Vermögensgegenstände	3,6	3,2	5,2	5,1	4,7	4,2
Sachanlagen	0,4	0,3	0,3	0,6	1,0	1,5
Finanzanlagen	0,5	0,5	1,0	1,0	1,0	1,0
Anlagevermögen	4,5	4,1	6,5	6,7	6,7	6,7
Vorräte	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,1
Forderungen aus Lieferungen und Leistungen	2,1	2,3	2,3	3,8	7,3	9,0
Liquide Mittel	14,8	16,1	16,8	21,1	25,8	30,1
Sonstige Vermögensgegenstände	6,6	9,1	8,7	8,7	8,7	8,7
Umlaufvermögen	23,6	27,4	27,8	33,6	41,7	47,9
Bilanzsumme	28,1	31,5	34,2	40,3	48,4	54,5
PASSIVA						
Eigenkapital	15,8	17,5	16,4	19,9	23,6	27,6
Anteile Dritter	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
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	4,7	9,1	11,2
Sonstige Verbindlichkeiten	8,7	9,6	14,3	14,3	14,3	14,3
Verbindlichkeiten	12,2	14,0	17,8	20,4	24,8	26,9
Bilanzsumme	28,1	31,5	34,2	40,3	48,4	54,5

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

Bilanz (in % der Bilanzsumme) pferdewetten.de AG	2019	2020	2021	2022e	2023e	2024e
AKTIVA						
Immaterielle Vermögensgegenstände	12,9%	10,2%	15,4%	12,7%	9,7%	7,7%
Sachanlagen	1,3%	1,0%	0,8%	1,4%	2,1%	2,8%
Finanzanlagen	1,9%	1,7%	2,8%	2,4%	2,0%	1,8%
Anlagevermögen	16,0%	12,9%	19,0%	16,5%	13,8%	12,2%
Vorräte	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,2%
Forderungen aus Lieferungen und Leistungen	7,6%	7,2%	6,7%	9,4%	15,1%	16,5%
Liquide Mittel	52,8%	51,1%	49,1%	52,4%	53,2%	55,2%
Sonstige Vermögensgegenstände	23,5%	28,7%	25,4%	21,6%	18,0%	15,9%
Umlaufvermögen	83,8%	87,0%	81,1%	83,4%	86,2%	87,8%
Bilanzsumme	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%
PASSIVA						
Eigenkapital	56,3%	55,5%	47,9%	49,4%	48,7%	50,7%
Anteile Dritter	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Rückstellungen	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Zinstragende Verbindlichkeiten	5,2%	4,9%	4,2%	3,6%	3,0%	2,6%
Verbindl. aus Lieferungen und Leistungen	7,3%	8,8%	6,1%	11,7%	18,8%	20,6%
Sonstige Verbindlichkeiten	31,0%	30,6%	41,7%	35,4%	29,5%	26,2%
Verbindlichkeiten	43,5%	44,4%	52,0%	50,6%	51,2%	49,4%
Bilanzsumme	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%

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

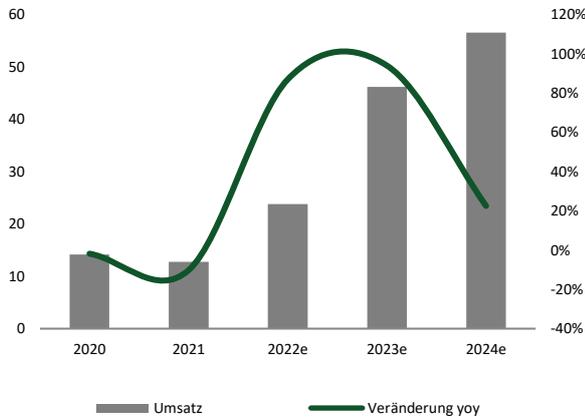
Kapitalflussrechnung (in Mio. Euro) pferdewetten.de AG	2019	2020	2021	2022e	2023e	2024e
Jahresüberschuss/ -fehlbetrag	3,3	1,5	-0,2	-1,7	3,8	5,7
Abschreibung Anlagevermögen	0,1	0,1	0,1	0,1	0,2	0,2
Amortisation immaterielle Vermögensgegenstände	0,5	0,4	0,5	0,5	0,9	1,1
Veränderung langfristige Rückstellungen	-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
Cash Flow	1,4	-0,2	-1,3	-1,1	4,8	7,0
Veränderung Working Capital	3,0	2,1	3,6	1,1	0,9	0,3
Cash Flow aus operativer Tätigkeit	4,4	1,9	2,3	0,0	5,7	7,3
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
Cash Flow aus Investitionstätigkeit	-0,4	-0,3	0,3	-0,8	-1,1	-1,3
Dividendenzahlung	-0,7	-0,9	-1,2	0,0	0,0	-1,7
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
Cash Flow aus Finanzierungstätigkeit	-0,9	-0,5	-1,3	5,1	0,0	-1,7
Effekte aus Wechselkursänderungen	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Veränderung liquide Mittel	3,1	1,1	1,3	4,3	4,6	4,3
Endbestand liquide Mittel	11,4	12,5	13,8	18,1	22,8	27,1

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

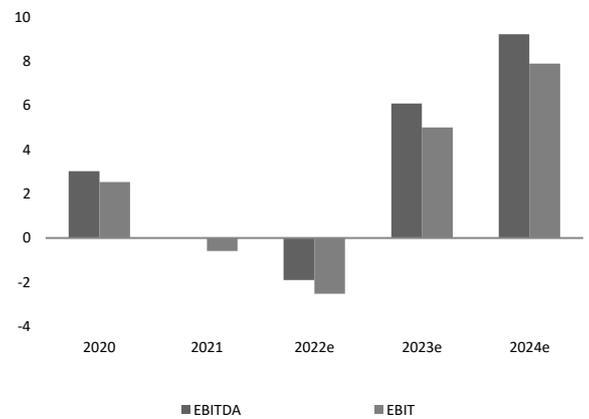
Kennzahlen pferdewetten.de AG	2019	2020	2021	2022e	2023e	2024e
Ertragsmargen						
Rohertragsmarge (%)	57,0%	61,9%	53,1%	43,0%	50,5%	50,7%
EBITDA-Marge (%)	21,0%	21,4%	-0,1%	-8,0%	13,2%	16,3%
EBIT-Marge (%)	16,9%	17,9%	-4,6%	-10,6%	10,9%	14,0%
EBT-Marge (%)	17,6%	18,8%	-3,1%	-9,8%	11,3%	14,3%
Netto-Umsatzrendite (%)	23,0%	10,3%	-1,2%	-7,1%	8,1%	10,0%
Kapitalverzinsung						
ROCE (%)	38,8%	22,3%	-4,4%	-18,5%	39,3%	65,1%
ROE (%)	25,6%	9,2%	-0,9%	-1,6%	20,9%	23,8%
ROA (%)	11,8%	4,6%	-0,5%	-0,6%	8,6%	10,3%
Solvenz						
Net Debt zum Jahresende (Mio. Euro)	-5,6	-5,0	-2,4	-6,7	-11,3	-15,6
Net Debt / EBITDA	-1,8	-1,7	n.m.	n.m.	-1,9	-1,7
Net Gearing (Net Debt/EK)	-0,4	-0,3	-0,1	-0,3	-0,5	-0,6
Kapitalfluss						
Free Cash Flow (Mio. EUR)	4,3	1,8	2,3	-0,8	4,6	6,0
Capex / Umsatz (%)	13%	13%	22%	3%	2%	2%
Working Capital / Umsatz (%)	0%	-2%	-1%	-1%	-3%	-3%
Bewertung						
EV/Umsatz	4,2	4,3	4,8	2,5	1,3	1,1
EV/EBITDA	20,0	20,0	-	-	10,0	6,6
EV/EBIT	24,9	23,9	-	-	12,1	7,7
EV/FCF	14,0	33,9	26,7	-	13,1	10,1
KGV	18,5	41,9	-	-	15,2	11,3
KBV	4,3	3,9	4,2	3,4	2,9	2,5
Dividendenrendite	1,4%	1,8%	0,0%	0,0%	2,6%	3,5%

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

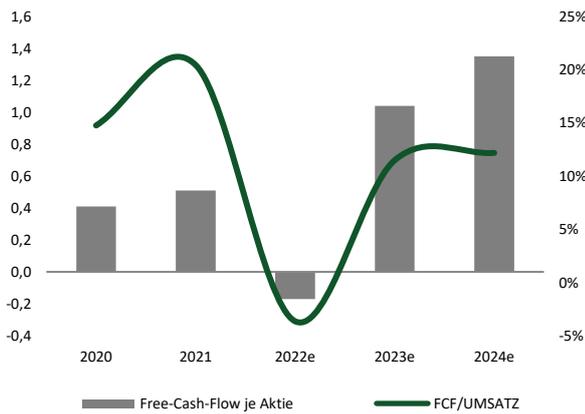
Umsatzentwicklung



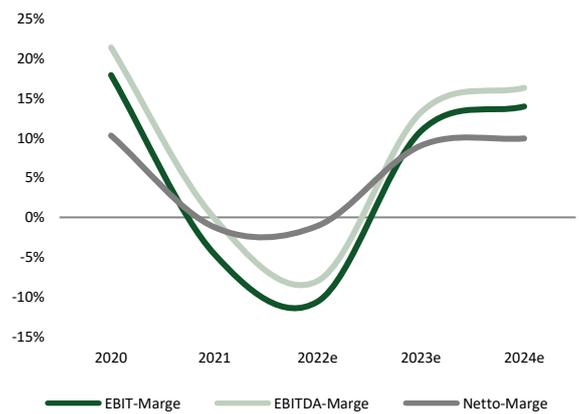
Ergebnisentwicklung



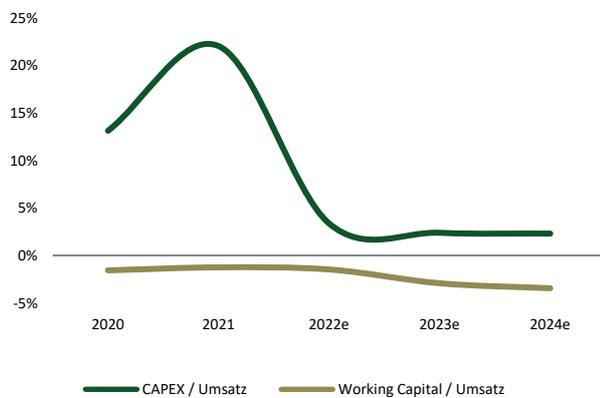
Free-Cash-Flow Entwicklung



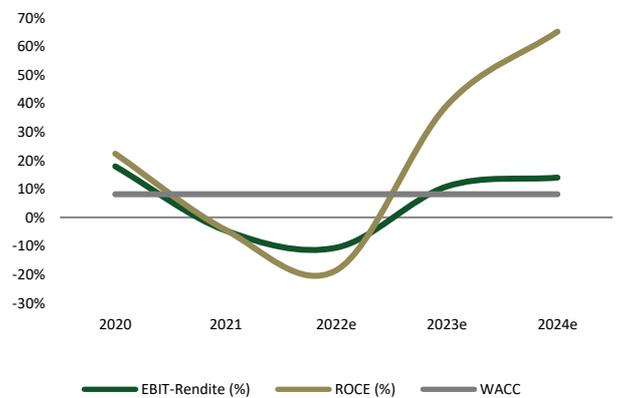
Margenentwicklung



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%