

**Empfehlung:** **Kaufen**

**Kursziel:** **25,00 Euro**

**Kurspotenzial:** **+85 Prozent**

**Aktiendaten**

|                                 |                    |
|---------------------------------|--------------------|
| Kurs (Schlusskurs Vortag)       | 13,50 Euro (XETRA) |
| Aktienanzahl (in Mio.)          | 4,44               |
| Marktkap. (in Mio. Euro)        | 59,9               |
| Enterprise Value (in Mio. Euro) | 52,7               |
| Ticker                          | EMH                |
| ISIN                            | DE000A2YN777       |

**Kursperformance**

|                          |        |
|--------------------------|--------|
| 52 Wochen-Hoch (in Euro) | 15,10  |
| 52 Wochen-Tief (in Euro) | 6,40   |
| 3 M relativ zum CDAX     | +22,7% |
| 6 M relativ zum CDAX     | +9,7%  |



Quelle: Capital IQ

**Aktionärsstruktur**

|                  |       |
|------------------|-------|
| Streubesitz      | 67,4% |
| Tullna AG        | 7,5%  |
| dicons AG        | 7,1%  |
| Weiss media GmbH | 7,0%  |
| Pierre Hofer     | 5,6%  |
| Guido Schmitt    | 5,5%  |

**Termine**

|            |               |
|------------|---------------|
| GB 2020    | 30. März 2021 |
| Q1 Bericht | 17. Mai 2021  |

**Prognoseanpassung**

|              | 2020e | 2021e | 2022e |
|--------------|-------|-------|-------|
| Umsatz (alt) | 14,1  | 17,8  | 21,2  |
| Δ in %       | -     | -     | -     |
| EBIT (alt)   | 1,8   | 4,2   | 6,2   |
| Δ in %       | -     | -     | -     |
| EPS (alt)    | 0,32  | 0,72  | 1,03  |
| Δ in %       | -     | -     | -     |

**Analyst**

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

**Publikation**

Erststudie 24. Februar 2021

**Top, die Wette gilt! Signifikante Margenverbesserung ab 2021 visibel – Aufnahme der Coverage mit Kaufempfehlung**

pferdewetten.de ist eine Holding für Unternehmen aus der **Online-Glücksspielbranche** und in den Bereichen Pferde- und Sportwetten aktiv. Die Internet-Wettplattform „www.pferdewetten.de“ betreibt das Unternehmen in Deutschland schon seit 18 Jahren und ist damit im Heimatmarkt inzwischen **einer der drei Marktführer (MONE Marktanteil: ca. 30%)**. Obwohl der deutsche Pferdewettmarkt bereits ein reifes Stadium erreicht hat, entwickelte sich pferdewetten.de hier zuletzt primär durch die **Expansion des Dienstleistungsgeschäfts** dynamisch (CAGR 2016-2019: +30,3%) und strebt nun eine stärkere Internationalisierung in den **strukturell wachsenden europäischen Online-Glücksspielmarkt** an (CAGR 2020-2023e: +5,6% vs. offline +0,4%).

Zudem baut das Unternehmen seit 2018 unter der Domain „www.sportwetten.de“ auch eine **Sportwetten-Plattform** auf, um die langjährige Expertise im Wettgeschäft zu skalieren und am wachstumsstarken deutschen Sportwettenmarkt zu partizipieren (CAGR 2020-2023e: 10,0%). Dabei sollten sich **die generischen Domains, die performanten Plattformen sowie die umfangreiche Lizenzierung des Geschäfts** für pferdewetten.de weiterhin als bedeutende Wettbewerbsfaktoren erweisen.

Diese aussichtsreichen Perspektiven wurden in 2020 bei erwarteten Erlösen i.H.v. 14,1 Mio. Euro (-2,0% yoy) sowie einem EBIT von 1,8 Mio. Euro (-25,6% yoy) zwar durch die negativen Auswirkungen der „Corona-Krise“ sowie die noch vorhandenen Anlaufverluste beim Aufbau der Sportwetten-Plattform (EBIT Sportwette 2020e: -2,5 Mio. Euro) überschattet. Allerdings sollte der **Ausblick für 2021 stark ausfallen** und zeigen, dass pferdewetten.de schnell an die dynamischen Wachstumsraten der Vorjahre anknüpfen kann (Umsatzwachstum 2021e: +25,5% yoy vs. CAGR 2016-2020e: 21,2%). Auf Ergebnisebene rechnen wir aufgrund der operativen Fortschritte in der Sportwette sogar mit einer **deutlich überproportionalen Verbesserung** (EBIT 2021e: +132,9% yoy), die mittelfristig auch die aktuelle Konsenserwartung signifikant übersteigen dürfte (MONE EBIT-Marge 2023: 30,9% vs. Konsens 20,8%). Angesichts der erwarteten operativen Erfolge sollte pferdewetten.de zunehmend **Aufmerksamkeit am Kapitalmarkt gewinnen** können und die Aktie den jüngst begonnenen Aufwärtstrend fortsetzen.

Dies untermauern auch die u.E. **sehr günstigen Bewertungsrelationen**. Auf dem aktuellen Kursniveau wird pferdewetten.de bei einer Netto-Cash-Position von 7,2 Mio. Euro lediglich mit einem EV von 52,7 Mio. Euro bewertet. Das daraus resultierende EV/EBIT-Multiple von 8,5x für 2022 halten wir auch im Peergroup-Vergleich für deutlich zu gering. Wir raten Investoren daher zu einem Einstieg bzw. Ausbau der Position noch vor dem u.E. **positiven Newsflow durch die FY 2021er-Guidance**.

**Fazit:** pferdewetten.de dürfte in 2021 an die dynamischen Wachstumsraten der Vorjahre anknüpfen, deutliche Fortschritte in der Sportwette verzeichnen und mit dem operativen Rückenwind auch die IR-Aktivitäten verstärken. Wir nehmen die Aktie daher mit einem DCF-basierten Kursziel von 25,00 Euro sowie einer Kaufempfehlung in die Coverage auf.

| Geschäftsjahresende: 31.12. | 2018  | 2019   | 2020e | 2021e  | 2022e  |
|-----------------------------|-------|--------|-------|--------|--------|
| Umsatz                      | 11,1  | 14,4   | 14,1  | 17,8   | 21,2   |
| Veränderung yoy             | 28,3% | 30,2%  | -2,0% | 25,5%  | 19,5%  |
| EBITDA                      | 1,2   | 3,0    | 2,4   | 4,8    | 6,5    |
| EBIT                        | 0,8   | 2,4    | 1,8   | 4,2    | 6,2    |
| Jahresüberschuss            | -0,6  | 3,3    | 1,4   | 3,2    | 4,6    |
| Rohrertragsmarge            | 56,4% | 57,0%  | 56,8% | 58,0%  | 59,0%  |
| EBITDA-Marge                | 10,5% | 21,0%  | 17,0% | 27,1%  | 30,6%  |
| EBIT-Marge                  | 7,2%  | 16,9%  | 12,8% | 23,8%  | 29,1%  |
| Net Debt                    | -10,6 | -13,4  | -14,3 | -16,8  | -20,1  |
| Net Debt/EBITDA             | -9,1  | -4,4   | -6,0  | -3,5   | -3,1   |
| ROCE                        | 24,1% | 102,1% | 81,4% | 235,4% | 416,7% |
| EPS                         | -0,13 | 0,77   | 0,32  | 0,72   | 1,03   |
| FCF je Aktie                | 0,43  | 1,00   | 0,42  | 0,81   | 1,06   |
| Dividende                   | 0,16  | 0,20   | 0,26  | 0,29   | 0,41   |
| Dividendenrendite           | 1,2%  | 1,5%   | 1,9%  | 2,1%   | 3,0%   |
| EV/Umsatz                   | 4,8   | 3,7    | 3,7   | 3,0    | 2,5    |
| EV/EBITDA                   | 45,4  | 17,4   | 21,9  | 11,0   | 8,1    |
| EV/EBIT                     | 65,7  | 21,6   | 29,1  | 12,5   | 8,5    |
| KGV                         | n.m.  | 17,5   | 42,2  | 18,8   | 13,1   |
| KBV                         | 4,6   | 3,8    | 3,7   | 3,3    | 2,8    |

Quelle: Unternehmen, Montega, CapitalIQ

Angaben in Mio. EUR, EPS in EUR Kurs: 13,50

**INHALTSVERZEICHNIS**

|   |           |
|---|-----------|
| <b>Investment Case</b>  | <b>3</b>  |
| Deutlich überproportionales Wachstum im Online-Glücksspielmarkt             | 4         |
| Hohe Wettbewerbsqualität durch große Marktexpertise und starke Domains      | 8         |
| Rückkehr auf den Wachstumspfad in 2021 visibel                              | 9         |
| Rückgang der Anlaufverluste in der Sportwette führt zu Margenverbesserung   | 11        |
| Vielversprechender Ausblick für 2021 dürfte Katalysator für die Aktie sein  | 13        |
| Wachstumspotenzial wird in aktueller Bewertung nicht angemessen reflektiert | 14        |
| Fazit   | 14        |
| <b>SWOT</b>   | <b>15</b> |
| Stärken   | 15        |
| Schwächen   | 15        |
| Chancen   | 16        |
| Risiken   | 16        |
| <b>Bewertung</b>  | <b>17</b> |
| DCF-Modell  | 17        |
| Peergroup-Analyse   | 19        |
| <b>Unternehmenshintergrund</b>  | <b>20</b> |
| Organisationsstruktur   | 20        |
| Wesentliche Ereignisse der Unternehmenshistorie                             | 21        |
| Segmentbetrachtung  | 22        |
| Märkte und Umsatz   | 22        |
| Leistungsangebot  | 23        |
| Management  | 25        |
| Aktionärsstruktur   | 25        |
| <b>Anhang</b>   | <b>26</b> |
| <b>Disclaimer</b>   | <b>30</b> |

### INVESTMENT CASE

Die pferdewetten.de AG fungiert als Holding für Unternehmen, deren Geschäftstätigkeiten der Online-Glücksspielbranche zuzuordnen sind. Unter der Holdingebene sind acht Gesellschaften mit Niederlassungen in Deutschland, Österreich und Malta angesiedelt. Das operative Geschäft gliedert sich derzeit in die Segmente Pferdewetten und Sportwetten:

- Im Segment **Pferdewetten** ist die Gesellschaft schon seit 18 Jahren mit der Internet-Wettplattform „www.pferdewetten.de“ aktiv und inzwischen einer der Marktführer im Bereich der deutschen Online-Pferdewette (MONe Marktanteil: ca. 30%). Unter der Domain „www.betbird.com“ adressiert das Unternehmen auch ausländische Kunden. Da pferdewetten.de über Lizenzen in Deutschland, Österreich und Malta verfügt, werden sämtliche regulatorischen Anforderungen zum legalen Glückspielangebot erfüllt. Aktuell weist das Unternehmen rund 45.000 registrierte Kunden auf und bietet diesen rund um die Uhr Wetten auf Pferderennen aus über 36 Ländern an, wovon der Großteil auch live im Internet übertragen wird. Im Schnitt sind so täglich Wetten auf 300 bis 500 Rennen möglich. Auf Basis der über viele Jahre aufgebauten Expertise in der Pferdewette wird inzwischen neben dem Eigengeschäft (Buchmacherwetten) auch ein relevanter Umsatzanteil mit Dienstleistungen (2019: 45,2%) erzielt. Hierzu zählen z.B. die vermittelten Wetteinsätze, Quoten sowie der dazugehörige Content in Form von z.B. Renndaten, für die das Unternehmen eine Provision von Dritten erhält. Im Geschäftsjahr 2019 erzielte das Segment Pferdewetten mit insgesamt 14,5 Mio. Euro nahezu die Gesamtheit der Erlöse.
- Um das Know-how im Wettgeschäft zu skalieren und am dynamisch wachsenden Online-Glücksspielmarkt stärker zu partizipieren, forciert das Unternehmen seit 2018 mit den Domains „www.sportwetten.de“ und „sportwetten.com“ den Aufbau einer eigenen **Sportwetten**-Plattform. Da der Marktanteil u.E. noch deutlich unter 1% beträgt, gehört das Unternehmen noch zu den kleinen Marktteilnehmern. Der Netto-Umsatz betrug im Geschäftsjahr 2019 erst 0,1 Mio. Euro. Seit Ende 2020 verfügt die Gesellschaft neben der maltesischen Lizenz nun auch über eine deutsche Lizenz. Den Break-Even erwartet die Gesellschaft in diesem Segment in FY 2022.

Regional betrachtet entfällt mit einem Anteil von 25,6% bzw. 3,7 Mio. Euro der größte Umsatzanteil auf die Region Deutschland. Da das Unternehmen keine weiteren Einzelregionen ausweist, wird der Rest (74,4% bzw. 10,7 Mio. Euro) in der Region International subsumiert. Nach Unternehmensangaben sind davon rund 35% Österreich zuzuordnen. Die übrigen ca. 40% verteilen sich international breit gefächert. Perspektivisch gehen wir davon aus, dass sich die Umsatzverteilung durch den Ausbau der Sportwetten-Plattform in Deutschland auf der einen Seite und die Expansion in z.B. benachbarte Länder auf der anderen Seite nicht wesentlich ändert (DACH ca. 70% und Ausland ca. 30%).

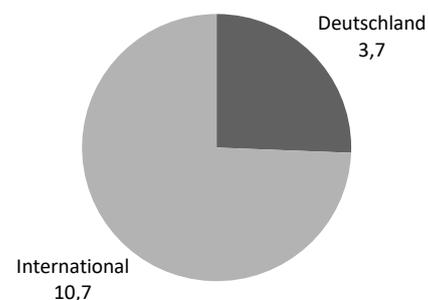
Umsatz nach Segmenten in 2019

(in Mio. Euro)



Umsatz nach Regionen in 2019

(in Mio. Euro)

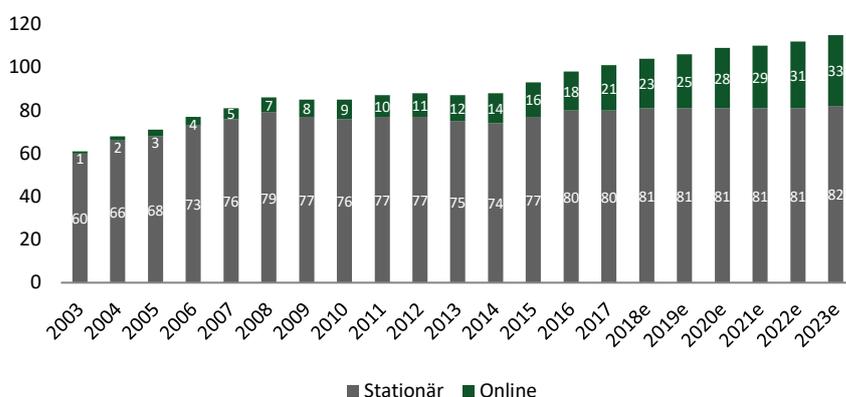


Quelle: Unternehmen

### Deutlich überproportionales Wachstum im Online-Glücksspielmarkt

Als Betreiber von Online-Wettplattformen ist für pferdewetten.de die Entwicklung im übergeordneten Glücksspielmarkt von maßgeblicher Bedeutung. Die Bruttospielerträge im für pferdewetten.de relevanten EU-Markt sollen bis 2023 auf 115 Mrd. Euro sukzessive steigen (CAGR 2003-2023e: 3,2%). Mit Blick auf die einzelnen Vertriebskanäle wird deutlich, dass der Onlinebereich, in dem auch pferdewetten.de aktiv ist, deutlich stärker wächst. Die **durchschnittliche Wachstumsrate beträgt hier im gleichen Zeitraum 19,1%** p.a., wohingegen der stationäre Glücksspielmarkt nur 1,6% p.a. wächst. Auch in den nächsten Jahren soll das Online-Wachstum deutlich stärker ausfallen (CAGR 2020-2023e: +5,6% yoy vs. Offline +0,4% yoy).

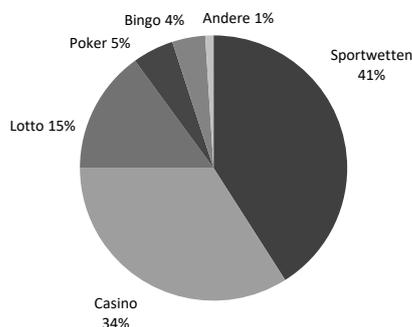
**Bruttospielerträge im europäischen Glücksspielmarkt**  
(in Mrd. Euro)



Quelle: H2 Gambling Capital

Hinsichtlich der Verteilung der Bruttospielerträge nach Spielkategorie zeigt sich, dass pferdewetten.de durch die Fokussierung auf die Online-Sportwette nicht nur im wachstumsstärksten, sondern auch größten Bereich des Glücksspielmarktes aktiv ist. So entfiel auf die Sportwette, worunter hier auch die Pferdewette geführt wird, im Jahr 2019 mit 41% das Gros der Bruttospielerträge. Dies entspricht einem **adressierbaren Marktvolumen von 43,5 Mrd. Euro in Europa**.

**Aufteilung der Bruttospielerträge nach Spielkategorien (2019)**

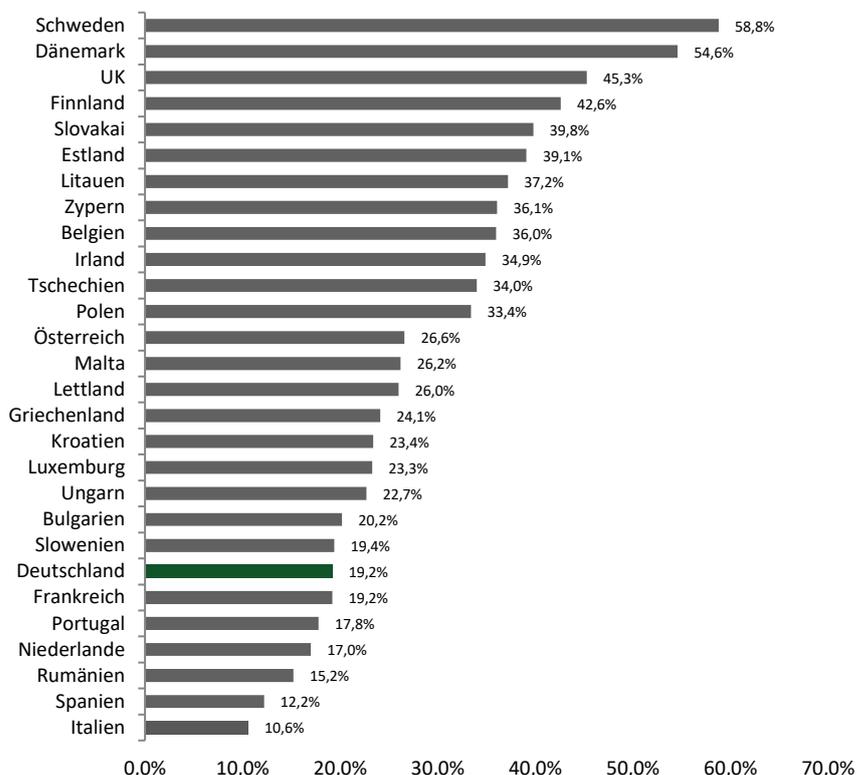


Quelle: H2 Gambling Capital

Der größte Treiber für den Online-Glücksspielmarkt ist u.E. in den nächsten Jahren die noch **relativ geringe Online-Penetration** vieler EU-Ländern. Dabei gehören die nordischen Länder zu den Regionen mit einer verhältnismäßig hohen Online-Penetrationsrate von >40%. In einigen der für pferdewetten.de derzeit relevantesten Märkten (insb. Deutschland) liegt die Quote mit <20% hingegen deutlich niedriger.

Mittelfristig gehen wir davon aus, dass sich die Online-Penetration der meisten Regionen in Richtung 50% bewegt. Für die Online-Wettplattformen von pferdewetten.de dürfte daraus in den nächsten Jahren ein **strukturelles Wachstum im zweistelligen Prozentbereich** resultieren.

**Online-Penetration im EU-Glücksspielmarkt**

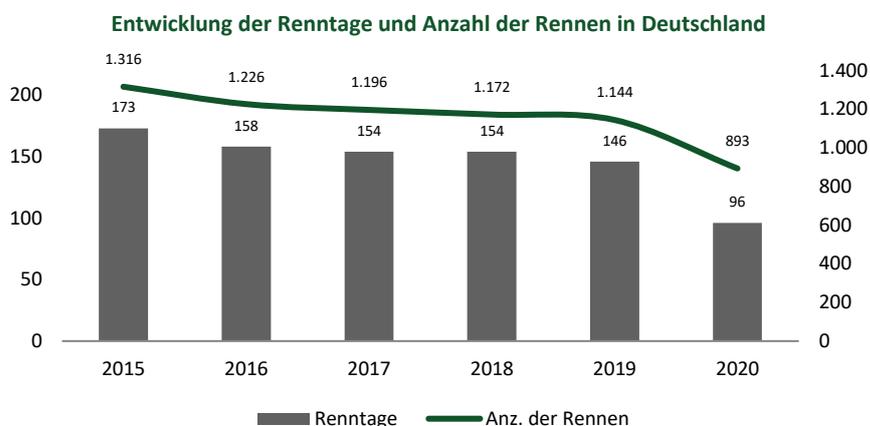


Quelle: H2 Gambling Capital

**Pferdewette: Expansion im EU-Ausland dürfte Wachstumsdynamik hochhalten**

Im Bereich der Online-Pferdewette gehört pferdewetten.de mit einem **Marktanteil von etwa 30%** bzw. rund **70 Mio. Euro** an Wetteinsätzen zu den größten Wettanbietern in Deutschland. Neben pferdewetten.de gibt es mit der German Tote Service- und Beteiligungs GmbH sowie der Racebets GmbH lediglich noch zwei weitere relevante Anbieter, die einen ähnlich großen Marktanteil haben dürften. Die übrigen rund 10% verteilen sich u.E. auf eine rückläufige Zahl an sehr kleinen Marktteilnehmern, die wir nicht zu den relevanten Wettbewerbern zählen. Vielmehr gehen wir davon aus, dass sich der insgesamt **reife deutsche Pferdewettmarkt** in den nächsten Jahren weiter konsolidieren wird und eine Vielzahl kleinerer Wettanbieter ausscheidet. Die Wettbewerbssituation im Bereich der Pferdewette bewerten wir daher für pferdewetten.de als semi-kompetitiv.

Das bei Pferdewetten stagnierende Marktvolumen lässt sich u.E. durch die **leicht rückläufige Anzahl an Renntagen bzw. Rennen** in Deutschland erklären. Besonders deutlich wird dies mit Blick auf die Daten des Deutschen Galopp Wirtschaftsdienstes zur Rennsaison. Hier zeigt sich, dass die Anzahl der Renntage sowie der Rennen zwischen 2015 und 2019 um durchschnittlich -4,2 bzw. -3,4% p.a. gesunken ist. Der Wertsatz hat sich parallel dazu leicht unterproportional um durchschnittlich -3,1% p.a. reduziert. Für neue Marktteilnehmer verliert der Gesamtmarkt daher u.E. etwas an Bedeutung, während etablierte Anbieter ihre Marktposition festigen können.



Quelle: Deutscher Galopp Wirtschaftsdienst

Für pferdewetten.de als einem der Marktführer spiegelt sich dies u.E. in einem in den letzten Jahren leichten Ausbau des **Marktanteils und einem deutlichen Anstieg der Erlöse mit Dienstleistungsgeschäft im In- und Ausland** wider. So gelang es im Segment Pferdewetten zwischen 2016 und 2019 mit einer CAGR von +30,3% dynamisch zu wachsen.

Für die nächsten Jahre gehen wir davon aus, dass die Marktanteile der drei größten Anbieter ebenso wie das Marktvolumen in Deutschland weitestgehend konstant bleiben. Um dennoch nachhaltig weiter zu wachsen, dürfte pferdewetten.de **verstärkt ins Ausland expandieren**. Für diesen Schritt könnte das Unternehmen einerseits selbst eine Lizenz im Ausland erwerben oder den Markt zusammen mit einem regionalen Partner in einem Joint Venture erschließen. Der Vorteil der **Markterschließung mittels Partner** ist u.E., dass pferdewetten.de nicht zwangsläufig selbst die regulatorischen Anforderungen zum Erwerb einer Lizenz erfüllen muss, da diese ein Partner mit regionaler Expertise einbringen könnte. pferdewetten.de würde hierbei die IT-Infrastruktur der Wettplattform sowie den Zugang zu den Quoten für die Rennen beisteuern. Als Proof-of-Concept sehen wir hierbei u.a. die mehrjährige Zusammenarbeit mit einem international agierenden Unternehmen aus England. Nach Unternehmensangaben sind hier insbesondere in 2018 und 2019 noch mehrere neue Partnerschaften geschlossen worden. Da pferdewetten.de über sowohl die IT-Infrastruktur als auch den Zugang zu den Wettquoten bereits verfügt, ist u.E. auch kaum zusätzliches Personal für den weiteren Rollout notwendig.

Ein **Markteintritt ohne Partner** wäre insbesondere in Regionen vorstellbar, in denen sich die regulatorischen Vorgaben gegenüber den hiesigen nicht wesentlich unterscheiden. Auch hier dürfte der Rollout ohne nennenswerten Personalaufbau möglich sein und im Vergleich zum Joint Venture lediglich etwas höhere juristische Kosten beim Erwerb der Lizenz verursachen (MONE: 0,1 Mio. Euro pro Lizenz). Insgesamt halten wir es somit trotz der u.E. limitierten Wachstumsperspektiven im Heimatmarkt für realistisch, dass das Unternehmen auch in der Pferdewette ohne signifikante Investitionen weitere Wachstumspotenziale erschließt (MONE CAGR 2020-2023e: +11,8% yoy).

**Sportwette: Zweistelliges Wachstum der Wetteinsätze erwartet**

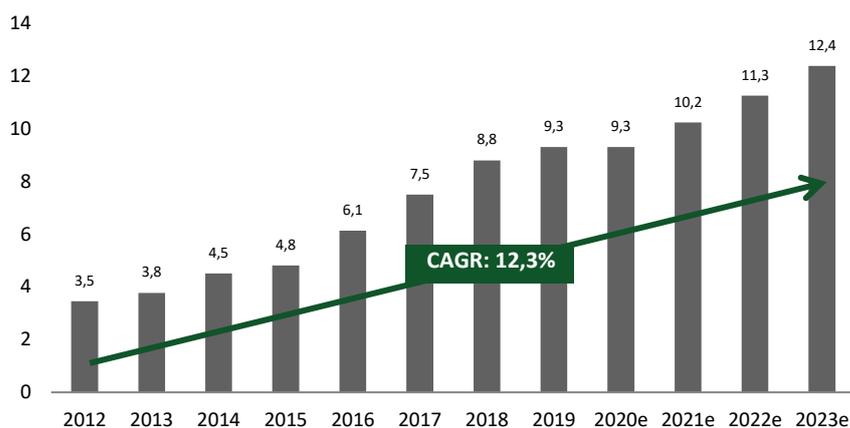
Seit 2018 ist pferdewetten.de in der Region Deutschland im Bereich der Online-Sportwette mit den Domains „www.sportwetten.de“ und „www.sportwetten.com“ überdies bereits in einem originären Wachstumsmarkt aktiv. Um dieses Geschäft auch nach Inkrafttreten des neuen Glücksspielstaatsvertrags ab Juli 2021 legal anbieten zu können, musste sich das Unternehmen für eine deutsche Sportwettlizenz bewerben und dafür diverse Auflagen zum Spielerschutz erfüllen. Dazu zählen z.B. Einzahlungslimits von monatlich 1.000 Euro, ein sogenannter „Panic-Button“, automatisierte Spielsuchtfrüherkennungssysteme, Einschränkungen von Live-Wetten sowie die Nicht-Bedienung von speziellen Wettmärkten wie z.B. politischen Wetten.

Da pferdewetten.de schon seit Jahren im Besitz einer deutschen Lizenz für die Pferdewette ist und auch dort regelmäßig diverse (teils sehr ähnliche) Auflagen erfüllen muss, stellt der Bewerbungsprozess sowie die Implementierung der Sportwetten-Auflagen für das Unternehmen keine ernste Hürde dar. Im **November 2020 erhielt pferdewetten.de daher die Sportwettlizenz** für den deutschen Markt.

Aktuell haben 20 weitere Sportwettenanbieter – u.a. auch bereits etablierte Anbieter wie Admiral, Tipico, bet-at-home.com, Bwin, Oddset und Bet365 – eine deutsche Wettlizenz erhalten und dürfen somit auch nach Inkrafttreten des neuen Glücksspielstaatsvertrags in Deutschland Sportwetten legal anbieten. Wir gehen davon aus, dass bis Juli 2021 noch weitere Wettanbieter eine Lizenz bekommen werden. Da die Anzahl an größeren Marktteilnehmern in der Sportwette im Vergleich zur Pferdewette deutlich höher ist, bewerten wir hier auch das **Wettbewerbsumfeld als deutlich kompetitiver**.

Auf der anderen Seite ist auch das **Marktvolumen der Sportwette** im Vergleich zur Pferdewette **um ein Vielfaches größer**, sodass u.E. Platz für deutlich mehr Anbieter besteht. Die Wetteinsätze auf dem deutschen Sportwettenmarkt (stationär und online) sind von 2012 bis 2019 von 3,5 auf 9,3 Mrd. Euro dynamisch gestiegen (CAGR 2012-2019: 15,2%). In 2019 sind etwa 95% bzw. 8,8 Mrd. Euro den kommerziellen Sportwetten-Anbietern zuzuordnen. Die staatlichen Sportwettprodukte aus den Toto- und Lotto-Annahmestellen erzielten rund 3% bzw. 280 Mio. Euro und nur etwa 2% bzw. rund 190 Mio. Euro entfielen auf die Pferdewette.

**Wetteinsätze auf dem deutschen Sportwettenmarkt**  
(in Mrd. Euro)



Quelle: Deutscher Sportwettenverband, Montega

Unsere Wachstumserwartungen für den deutschen Sportwettenmarkt gehen mit Blick auf die nächsten Jahre von einem **etwas geringeren Wachstumstempo** aus, da die genauen Auswirkungen durch die neuen Auflagen zum Spielerschutz nicht genau abschätzbar sind. Konkret rechnen wir daher bis 2023 mit einem durchschnittlichen Wachstum um 10,0% p.a. auf ein Marktvolumen von 12,4 Mrd. Euro.

Im Geschäftsjahr 2019 erzielte pferdewetten.de Wetteinsätze in der Sportwette von ca. 10 Mio. Euro (Vj.: 8 Mio. Euro), was einem noch **geringen Marktanteil von ungefähr 0,1%** entspricht. Damit gehört pferdewetten.de derzeit noch zu den kleinsten Sportwettanbietern mit einer Lizenz in Deutschland. In den nächsten Jahren erwarten wir für die Sportwette von pferdewetten.de hierzulande jedoch einen steigenden Marktanteil (2023e: Wetteinsätze i.H.v. 52,6 Mio. Euro). Dieser dürfte nicht zuletzt auch durch den Corona-bedingten Digitalisierungsschub sowie die damit veränderten Wettgewohnheiten positiv beeinflusst werden. Da aufgrund der Einschränkungen im öffentlichen Leben sowie letztlich der Lockdown-Maßnahmen stationäre Wettanbieter lange Zeit gar nicht oder nur eingeschränkt geöffnet waren, dürften die **Online-Anbieter in 2020 profitiert haben**.

Auch im laufenden Jahr sollten die Corona-Maßnahmen den Online-Wettanbietern in die Karten spielen, da derzeit trotz bundesweitem Lockdown wichtige Sportveranstaltungen wie die Fußball-Bundesliga stattfinden. Die Nutzer stationärer Wetteneinrichtungen sind daher zumindest temporär gezwungen, zu Online-Anbietern zu wechseln. Je länger diese Nutzer ihre Wetten online abgeben, desto eher **tritt u.E. auch ein Gewohnheitswechsel ein**.

Insgesamt zeigt sich die Marktlage für pferdewetten.de somit überwiegend positiv. Dem eher stagnierenden Markt in der deutschen Pferdewette stehen Chancen der Internationalisierung sowie ein dynamisches Wachstum in der Sportwette gegenüber. Da wir von einer zunehmenden Online-Penetration in beiden Segmenten sowie der Expansion ins wachstumsstärkere EU-Ausland ausgehen, verfügt pferdewetten.de u.E. in beiden Segmenten über gute Wachstumsperspektiven.

### Hohe Wettbewerbsqualität durch große Marktexpertise und starke Domains

pferdewetten.de ist im Bereich der Pferdewette bereits seit über 15 Jahren aktiv und hat sich seitdem ein sehr **großes Netzwerk in der Branche sowie ein tiefgehendes Verständnis von u.a. den gesetzlichen Rahmenbedingungen** erschlossen. Für neue Marktteilnehmer im Bereich der Pferdewette machen u.E. die geringen Wachstumsraten, die Dominanz der drei etablierten Anbieter in Deutschland sowie die regulatorischen Anforderungen einen Einstieg unattraktiv. Als ein besonderes Asset ist u.E. auch die Website „www.pferdewetten.de“ zu nennen, da **die Domain generisch ist und somit auch ohne signifikante Ausgaben für Suchmaschinenmarketing zu hohem Traffic führt**. Laut der Webseiten-Analyse von Similarweb sind 98% des Traffics organisch und nur etwa 2% resultieren aus einer vorherigen Suche. Damit ist pferdewetten.de u.E. deutlich besser positioniert als einige Wettbewerber wie z.B. www.wettstar-pferdewetten.de (German Tote) mit nur 77% organischem Traffic.

Deutlich wettbewerbsintensiver ist u.E. der Sportwettenmarkt, der jedoch aufgrund seines wesentlich größeren Volumens sowie der höheren Wachstumsrate auch Platz für ungleich mehr Marktteilnehmer bietet. Der bisher planmäßige Verlauf des 2018 gestarteten Markteintritts in den Bereich Sportwette dürfte primär auf die **langjährige Erfahrung im Glücksspielmarkt, die große Branchen-Expertise im Aufsichtsrat** (u.a. durch den Gründer und ehemaligen Vorstand der bet-at-home.com AG) sowie auch hier die sehr **generischen Domains „www.sportwetten.de“ und „www.sportwetten.com“** zurückzuführen sein. Durch diese Wettbewerbsvorteile ist es pferdewetten.de im Sportwetten-Segment gelungen, in den ersten drei Jahren die Wetteinsätze jährlich im dreistelligen Prozentbereich zu steigern.

Einen weiteren Pluspunkt gegenüber neuen Marktteilnehmern sehen wir in der **sehr performanten Plattform**. Da pferdewetten.de schon viele Jahre im Bereich der Pferdewette aktiv ist, kann das Unternehmen die gewonnenen Erkenntnisse beim Aufbau der Sportwetten-Plattform gezielt nutzen, um die Customer Experience zu steigern. Durch diesen Wissenstransfer dürfte es pferdewetten.de nachhaltig gelingen, ein positives Kundenerlebnis zu schaffen. Letztlich sollte dadurch die **Kundenloyalität zunehmen** und vice versa die Reaktivierungskosten für inaktive Kunden sinken.

Zusammenfassend überwiegen für uns somit klar die Wettbewerbsvorteile. Durch die langjährige Expertise im Glücksspielmarkt, die marktführende Position in der Pferdewette, die generischen Domains beider Segmente sowie die performante Plattform sollte pferdewetten.de am strukturellen Marktwachstum spürbar partizipieren.

### Rückkehr auf den Wachstumspfad in 2021 visibel

In den ersten drei Quartalen des abgelaufenen Geschäftsjahres wuchs der Brutto-Wett- und Gamingertrag, sprich die Wetteinsätze abzgl. der Wettgewinne plus Provisionserlöse (Gross Gaming Revenue bzw. GGR), trotz Corona-bedingt deutlich weniger Pferderenn- und Sportveranstaltungen um +2,8% yoy auf 27,6 Mio. Euro. Dabei profitierten beide Segmente von einer relativ stabilen Nachfrage nach Online-Wettangeboten. Grund hierfür ist, dass die Kunden aufgrund der Absage zahlreicher Sportveranstaltungen in der DACH-Region alternativ auf andere (Rand-)Sportarten bzw. (exotische) Regionen getippt haben. Zudem wurden einige Großveranstaltungen, wie z.B. das berühmte britische Pferderennen Royal Ascot, nur verschoben und aufgrund der Corona-Pandemie ohne Zuschauer veranstaltet. Bei Online-Wettanbietern wie pferdewetten.de konnten die Fans dann Live-Video-Mitschnitte verfolgen und parallel auch Wetten platzieren.

Eine Angabe zur Entwicklung der Nettoerträge – sprich der Bruttoerträge abzgl. Wettsteuern und Bonuszahlungen (Net Gaming Revenue bzw. NGR) – machte das Unternehmen im 9M-Zwischenbericht nicht. Da pferdewetten.de den Richtlinien gemäß IFRS 8 folgt, wird in der Gewinn- und Verlustrechnung der NGR als Umsatz ausgewiesen. Auch wir beziehen uns bei Prognosen zur Umsatzentwicklung grundsätzlich auf den Nettoertrag. Für das Gesamtjahr 2020 gehen wir trotz teils weiterhin erheblicher Corona-bedingter Beschränkungen nur von einem leichten Rückgang der Nettoerträge i.H.v. -2,0% yoy auf 14,1 Mio. Euro aus (H1/20: +7,7% yoy).

Zurückzuführen ist dies u.E. darauf, dass ein relevanter Teil der Veranstaltungen ohne Publikum stattfinden bzw. nachgeholt werden konnte und pferdewetten.de davon gegenüber den Corona-bedingt geschlossenen stationären Wettanbietern profitierte. Auf der anderen Seite rechnen wir mit leicht erhöhten Bonuszahlungen als Kundenbindungsmaßnahme, die sich negativ auf die Nettoerträge auswirken. Finale Zahlen für FY 2020 veröffentlicht das Unternehmen am 30. März. In diesem Zusammenhang dürfte der Vorstand auch die Jahresziele für das laufende Geschäftsjahr verkünden.

Durch die sich im Vergleich zum Vorjahr aufgehellten Marktbedingungen sollte die Guidance eine Rückkehr auf den Wachstumspfad in Aussicht stellen. Da im laufenden Jahr Corona-bedingt bisher keine sportlichen Großveranstaltungen abgesagt wurden und wir für die nächsten Monate nicht mehr davon ausgehen, rechnen auch wir mit einem guten Jahr für die Pferde- und Sportwette. Darüber hinaus sollen im Juni bzw. Juli die eigentlich im Vorjahr geplanten Großevents – Fußball-Europameisterschaft und Olympische Sommerspiele – nachgeholt werden. In der Vergangenheit waren Jahre mit großen Sportereignissen insbesondere im Bereich der Neukundenakquise sehr erfolgreiche Jahre für die Sportwette. Für FY 2021 rechnen wir daher mit einem Erlöswachstum i.H.v. +25,5% yoy auf 17,8 Mio. Euro.

Auch mittelfristig gehen wir von weiterem strukturellen Wachstum aus, das primär auf die folgenden Treiber zurückzuführen sein dürfte:

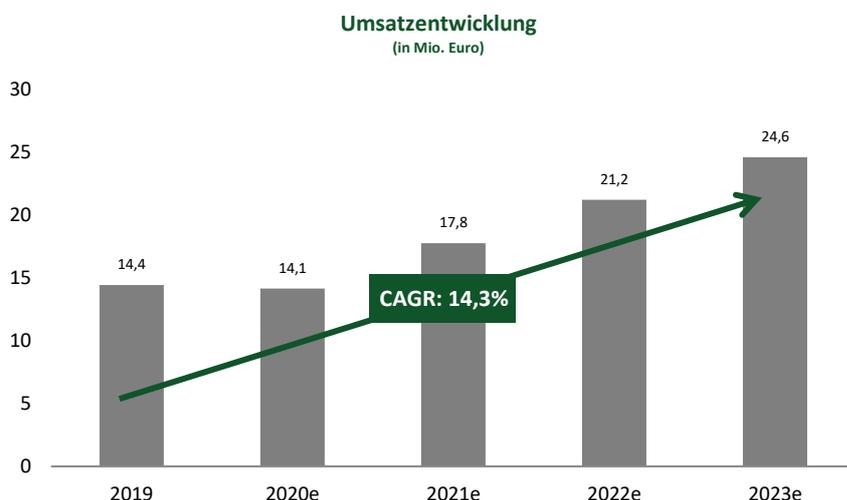
- Im **Segment Pferdewetten** dürfte das Unternehmen aufgrund der guten Marktposition im Heimatmarkt sowie insbesondere der weiteren Expansion in ausländische Märkte vom grundlegenden Wachstum im europäischen Online-Glücksspielmarkt profitieren. Insgesamt gehen wir jedoch aufgrund der u.E. gesättigten Marktstruktur in der Kernregion DACH von geringerem Wachstum als im übergeordneten Online-Glücksspielmarkt aus. Im laufenden Geschäftsjahr rechnen wir mit einem Umsatz von 14,3 Mio. Euro, der dann bis 2023 auf 17,4 Mio. Euro mit durchschnittlich +11,8% p.a. steigt.
- Das noch relativ neue **Sportwetten-Segment** sollte am strukturellen Marktwachstum überproportional partizipieren. Grund hierfür ist neben der noch sehr geringen Basis vor allem die im europäischen Vergleich hierzulande noch relativ geringe, u.E. aber steigende Online-Penetrationsrate. Das Segment Sportwetten sollte davon spürbar profitieren und bereits im laufenden Geschäftsjahr ein Umsatzniveau von 3,4 Mio. Euro (+108,0% yoy) erreichen. Bis 2023 erwarten wir einen Anstieg auf 6,9 Mio. Euro (CAGR 2020-2023e: +61,6% yoy), was dann u.E. einem Marktanteil von etwa 0,4% entspricht.

- Mit zusätzlichen Wachstumsimpulsen rechnen wir durch den zeitnahen Launch des **Casino- und Gamingbereichs**. Bisher hat pferdewetten.de dies nicht angeboten, da das Unternehmen sonst den Verlust der vorhandenen Pferdenwetten-Lizenz riskiert hätte. Inzwischen wird das Casino- und Gaminggeschäft aufgrund der aktuellen Übergangsphase bis zum Inkrafttreten des neuen Glücksspielstaatsvertrags im Juli 2021 jedoch geduldet. Zukünftig sollen auch hierfür Lizenzen ausgegeben werden, sodass die Online-Casinos nicht mehr im „Graubereich“ mit Lizenzen aus z.B. Malta agieren. Um eine Lizenz zu bekommen, müssen allerdings auch hier einige Vorschriften z.B. hinsichtlich Spielerschutz und Einsatzlimits eingehalten werden. Da bei pferdewetten.de die notwendige IT-Infrastruktur durch die Aktivitäten in der Pferde- und Sportwette u.E. bereits vorhanden ist, dürfte der Launch der Casino- und Gamingplattform nicht zuletzt auch aufgrund der vorhandenen Expertise im Online-Glücksspielmarkt ohne nennenswerten Aufwand durchführbar sein. Sobald der Bewerbungsprozess für eine entsprechende Lizenz beginnt, sollte pferdewetten.de diese beantragen und u.E. auch zügig erhalten.

In unseren Prognosen haben wir aufgrund der noch geringen Visibilität in diesem Bereich vorerst nur einen sehr kleinen Umsatz- und Ergebnisbeitrag berücksichtigt. Konkret rechnen wir bis 2023 mit Erlösen i.H.v. 0,3 Mio. Euro. Nach einem Proof-of-Concept sehen wir hier jedoch deutliches Upside in unseren Prognosen.

- Derzeit ist das Wettangebot im Bereich der Pferde- und Sportwette über eine Desktop- und Mobile-Version abrufbar. Wir gehen davon aus, dass der Mobile-Anteil inzwischen rund 40% der Wetteinsätze ausmacht. In den nächsten Jahren sollte dieser Anteil u.E. weiter zunehmen (2023e: 50%). Um daran noch stärker zu partizipieren, dürfte pferdewetten.de in den nächsten ein bis zwei Jahren auch **native Apps launchen**. Zudem dürfte sich dadurch auch die Customer Experience deutlich verbessern.

In den nächsten Jahren sollten die genannten Treiber dazu beitragen, den Umsatz von pferdewetten.de bis 2023 auf 24,6 Mio. Euro zu steigern (CAGR 2019-2023e: 14,3%).



Quelle: Unternehmen, Montega

### Rückgang der Anlaufverluste in der Sportwette führt zu Margenverbesserung

Auf Ergebnisebene wies das Unternehmen nach den ersten drei Quartalen 2020 aufgrund der Investitionen im Bereich Sportwette einen planmäßigen Rückgang auf ein EBIT i.H.v. 0,8 Mio. Euro aus (-26,4% yoy). Angesichts des soliden Verlaufs in 2020 konkretisierte der Vorstand im Rahmen der Q3-Berichterstattung seine EBIT-Prognose auf 1,0 bis 2,0 Mio. Euro (zuvor: zwischen 0 und 3 Mio. Euro). Wir rechnen mit einem EBIT i.H.v. 1,8 Mio. Euro (-25,6% yoy) und somit mit einem Zieleinlauf am oberen Ende der Prognosebandbreite.

In den nächsten Jahren sollte die Ergebnisentwicklung insbesondere von einer deutlichen Reduzierung der Anlaufverluste (EBIT Sportwette 2019: -3,3 Mio. Euro) im Bereich der Sportwette profitieren. Zuletzt konnte pferdewetten.de das negative Ergebnis um rund 1,0 Mio. Euro p.a. verbessern. Wir gehen von einer Fortsetzung dieser Entwicklung aus und halten daher das vom Unternehmen ausgerufene Ziel des Erreichens der Break-Even-Schwelle in 2022 für realistisch. Anschließend erachten wir einen dynamischen EBIT-Margenanstieg auf über 30% als plausibel (2026e: 32,7%), da die Plattform- und Paymentkosten sowie die Aufwendungen für Marketingmaßnahmen und Personalaufbau deutlich unterproportional zunehmen sollten.

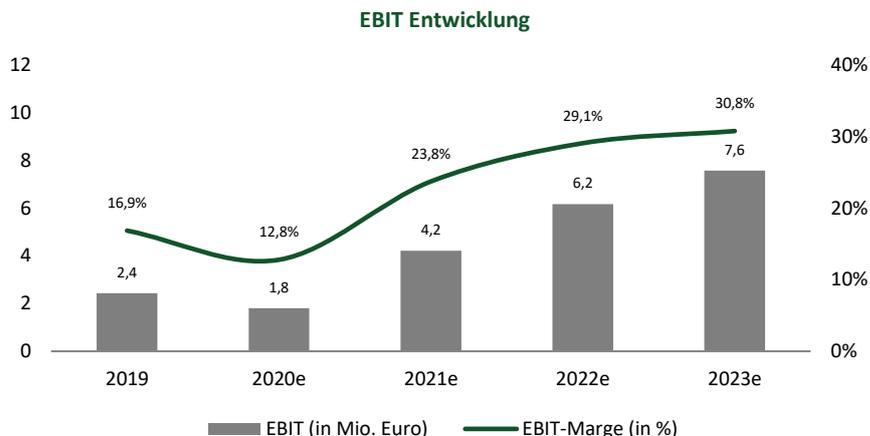
| Segment Sportwette              | 2020e   | 2021e    | 2022e    | 2023e    | 2024e    | 2025e    | 2026e    |
|---------------------------------|---------|----------|----------|----------|----------|----------|----------|
| Marktvolumen Deutschland        | 9.300,0 | 10.230,0 | 11.253,0 | 12.378,3 | 13.616,1 | 14.977,7 | 16.475,5 |
| Wetteinsätze Sportwette         | 12,5    | 26,0     | 38,4     | 52,6     | 67,3     | 80,8     | 93,7     |
| Marktanteil Sportwette          | 0,13%   | 0,25%    | 0,34%    | 0,43%    | 0,49%    | 0,54%    | 0,57%    |
| Umsatz Sportwette               | 1,6     | 3,4      | 5,0      | 6,9      | 8,8      | 10,5     | 12,2     |
| Kosten Boni, Plattform, Payment | 0,7     | 1,4      | 1,8      | 2,4      | 3,1      | 3,7      | 4,3      |
| Kosten Marketing und Personal   | 3,5     | 3,5      | 3,5      | 3,5      | 3,6      | 3,7      | 3,9      |
| EBIT Sportwette                 | -2,5    | -1,5     | -0,2     | 1,0      | 2,2      | 3,1      | 4,0      |
| EBIT-Marge                      | n.a.    | n.a.     | -3,9%    | 14,7%    | 24,6%    | 29,4%    | 32,7%    |

Quelle: Unternehmen, Montega

Angaben in Mio. Euro

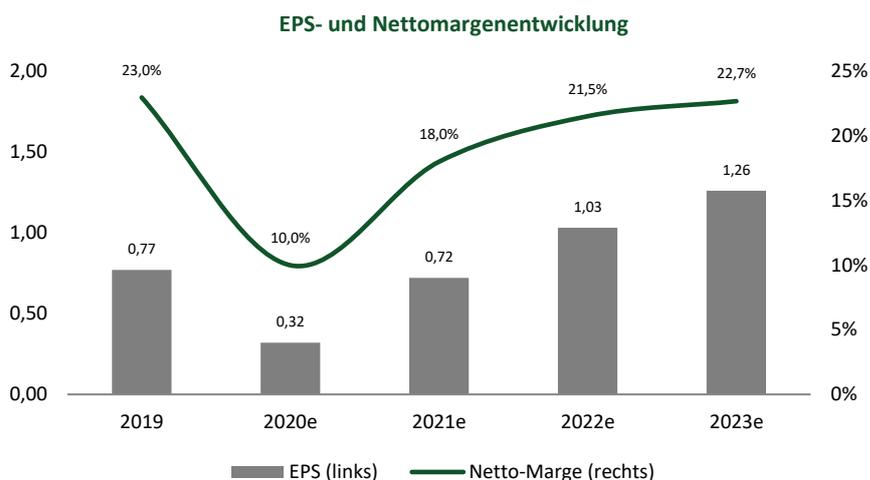
Durch das sehr profitable Geschäft im Segment Pferdewette (EBIT-Marge 2019: 39,6%) konnte das Unternehmen trotz der Anlaufverluste in der Sportwette durchweg ein positives EBIT ausweisen. In 2020 dürfte der Bereich Pferdewette jedoch spürbar schwächer abschneiden, da die Rennveranstalter Corona-bedingt zahlreiche Absagen von Pferderennen verzeichnen mussten. Laut dem Unternehmen kam es bei einigen Rennveranstaltern zu Nachverhandlungen, sodass sich hier die Marge für pferdewetten.de etwas verschlechtert haben dürfte (MONE EBIT-Marge 2020: 34,0%). Zudem haben viele Wettvermittler in 2020 freiwillig auf einen Teil der Erträge zu Gunsten der Rennvereine verzichtet.

Das Konzernergebnis von pferdewetten.de wird laut Unternehmen dadurch um einen mittleren sechsstelligen Euro-Betrag geringer ausgefallen. Ab 2021 sollte sich dies jedoch wieder umkehren, da zumindest der freiwillige Verzicht auf einen Teil der Erträge entfällt. In den darauffolgenden Jahren dürfte pferdewetten.de das Ergebnis u.E. durch die deutliche Aufwandsreduzierung in der Sportwette sowie die Normalisierung in der Pferdewette wieder steigern und bis 2023 ein EBIT i.H.v. 7,6 Mio. Euro erreichen. Damit liegen unsere Prognosen zwar einerseits leicht unterhalb der vom Unternehmen kommunizierten mittelfristigen Vision eines EBITs i.H.v. 8 Mio. Euro in FY 2022, allerdings hatte pferdewetten.de diese auch vor der Corona-Krise veröffentlicht. Auf der anderen Seite positionieren wir uns damit deutlich über dem Konsens, der aktuell für 2023 ein EBIT von nur 4,2 Mio. Euro erwartet (Quelle: Capital IQ, Stand: 24.02.2021).



Quelle: Unternehmen, Montega

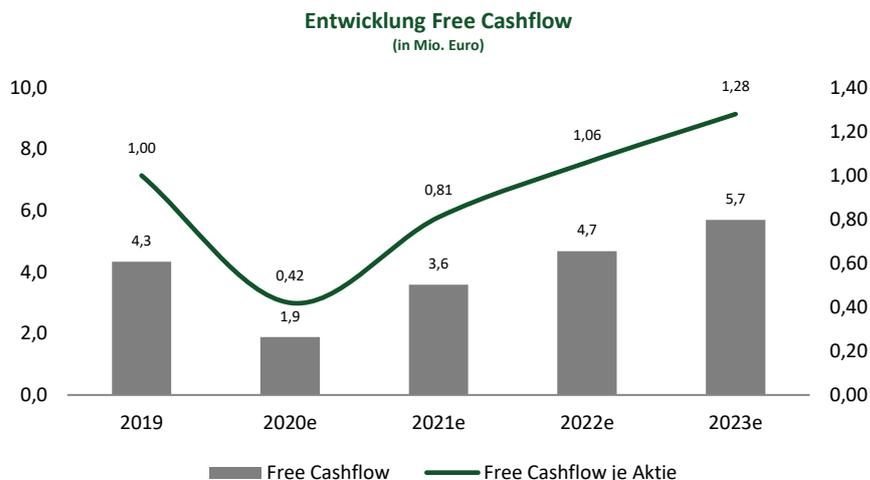
Hinsichtlich der Entwicklung des Nettoergebnisses rechnen wir ab 2021 mit einer sukzessiven Steigerung auf ein EPS von 1,26 Euro in 2023. Da pferdewetten.de derzeit keinerlei nennenswerte Finanzverbindlichkeiten aufweist, besteht das Finanzergebnis lediglich aus 0,1 bis 0,2 Mio. Euro Zinserträgen kleinerer geldmarktnaher Anlagen. Die Steuerquote dürfte in den nächsten Jahren leicht in Richtung 30% steigen.



Quelle: Unternehmen, Montega

Auch auf Cashflow-Ebene wird die von uns erwartete Ergebnisverbesserung bei gleichzeitig niedrigem Investitionsbedarf deutlich. Wir gehen von sehr geringen CAPEX i.H.v. nur 0,2 Mio. Euro p.a. aus, da pferdewetten.de für das weitere Wachstum u.E. primär in Marketing, Personal und die Weiterentwicklung der IT-Plattformen investieren dürfte. Die daraus resultierenden Kosten werden bei pferdewetten.de aufwandswirksam in der GuV abgebildet. Das Unternehmen sollte daher in der Lage sein, ab dem laufenden Geschäftsjahr wieder einen steigenden Free Cashflow zu erwirtschaften.

Die Finanzstärke des Unternehmens drückt sich auch in der sukzessiven Erhöhung der Dividendenzahlung aus. Auf der diesjährigen Hauptversammlung wird der Vorstand eine erneute Dividendenerhöhung von 0,20 auf 0,26 Euro je Aktie vorschlagen (Dividendenrendite: 1,9%). In den nächsten Jahren halten wir aufgrund der aussichtsreichen Free Cashflow-Entwicklung eine stetige Anhebung der Dividende für realistisch (2023e: 0,50 Euro je Aktie).



Quelle: Unternehmen, Montega

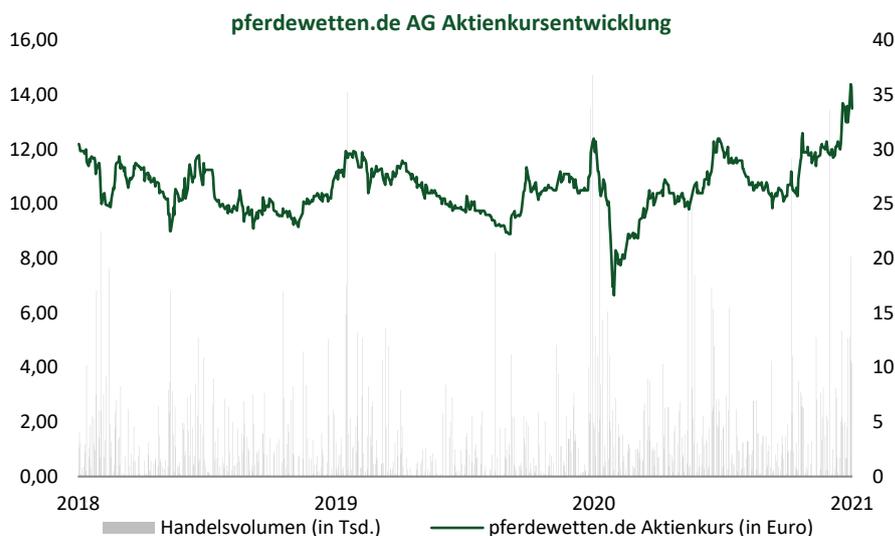
Bilanziell ist pferdewetten.de u.E. komfortabel ausgestattet. Auf der Aktivseite dominieren die liquiden Mittel, die per 31.12.2019 mit 14,8 Mio. Euro etwa 53% der Bilanzsumme ausmachten. Hierbei ist jedoch zu berücksichtigen, dass in den liquiden Mitteln 7,8 Mio. Euro Wettguthaben der Kunden enthalten sind, die pferdewetten.de treuhänderisch verwaltet. Neben den liquiden Mitteln entfallen 3,6 Mio. Euro bzw. 13% der Aktiva auf die immateriellen Vermögensgegenstände (primär Software und Lizenzen). Das restliche Anlagevermögen ist mit 0,4 Mio. Euro für Sachanlagen und 0,5 Mio. Euro für Finanzanlagen vernachlässigbar, wodurch die geringe Kapitalintensität des Plattform-Geschäftsmodells deutlich wird. Auf der Passivseite macht das Eigenkapital mit 15,8 Mio. Euro bzw. 56% den Löwenanteil aus. Verbindlichkeiten gegenüber Kreditinstituten bestehen keine. In den sonstigen Verbindlichkeiten (7,9 Mio. Euro bzw. 28% der Passiva) sind mit 7,8 Mio. Euro Verbindlichkeiten aus Kundengeldern subsumiert.

### Vielversprechender Ausblick für 2021 dürfte Katalysator für die Aktie sein

Mitte November des abgelaufenen Geschäftsjahres veröffentlichte pferdewetten.de solide Q3-Zahlen. Da diese weitgehend planmäßig ausfielen, konnte der Vorstand die EBIT-Prognose auf den mittleren Bereich der Bandbreite konkretisieren (1-2 Mio. Euro vs. zuvor 0-3 Mio. Euro). Im Jahresschlussquartal kam es trotz des Lockdowns zu keinen Absagen von größeren Pferderenn- und Sportveranstaltungen. Zudem war die Nachfrage nach Entertainment-Produkten im Glücksspielbereich u.E. unverändert hoch. Folglich halten wir sogar das Erreichen des oberen Endes der EBIT-Bandbreite für möglich. Der Newsflow im Rahmen der Geschäftsberichtveröffentlichung am 30.03. dürfte daher positiv ausfallen.

Ein weiterer Katalysator sollte u.E. der Ausblick für 2021 sein, den pferdewetten.de ebenfalls Ende März bekanntgeben dürfte. Wir gehen davon aus, dass das Unternehmen im laufenden Geschäftsjahr an die dynamischen Wachstumsraten der Vorjahre anknüpfen kann (Umsatzwachstum 2021e: +25,5% yoy vs. CAGR 2016-2020e: 21,2%). Durch die zu erwartenden operativen Fortschritte in der Sportwette rechnen wir zudem auch mit einer deutlich überproportionalen Ergebnissteigerung (EBIT 2021e: +132,9% yoy).

Auf Basis des positiven Newsflows zur operativen Entwicklung erwarten wir unterstützt durch verstärkte IR-Aktivitäten auch frische Impulse für die Aktie. Diese hatte sich seit dem Einstieg im Bereich der Sportwette überwiegend seitwärts innerhalb eines Korridors zwischen 10 und 13 Euro bewegt. Der Kapitalmarkt schien mithin bislang noch nicht an den Erfolg dieser Geschäftsmodellerweiterung zu glauben. Mit zunehmender Visibilität hinsichtlich der positiven Entwicklung im Segment Sportwette konnte die Aktie aus dem Seitwärtskorridor inzwischen jedoch nach oben ausbrechen.



Quelle: Capital IQ

### Wachstumspotenzial wird in aktueller Bewertung nicht angemessen reflektiert

Die Bewertung der pferdewetten.de-Aktie haben wir auf Basis eines DCF-Modells durchgeführt. Dieses reflektiert die u.E. aussichtsreichen Wachstumsaussichten im Markt für Sportwetten sowie das daraus resultierende profitable Wachstum des Unternehmens. Unter der Annahme eines WACC i.H.v. 8,1% ergibt sich aus dem DCF-Modell ein fairer Wert von rund 25,00 Euro pro Aktie. Auf Basis des Vortageschlusskurses impliziert dies ein sehr attraktives Upside von 85%.

Unsere DCF-Bewertung haben wir anhand einer Peergroup-Analyse bestehend aus Unternehmen der europäischen Glücksspielbranche plausibilisiert. Die durchschnittlichen Ergebnismultiples für 2022e zeigen ein Potenzial zwischen 50 und 112% auf, womit das Ergebnis unseres DCF-Modells hinreichend verifiziert wird. Auch mit Blick auf die historische Bewertung, wonach pferdewetten.de im Durchschnitt der letzten drei Jahre mit einem EV/EBITDA von 30,7x bewertet wurde, halten wir das aktuelle Niveau (EV/EBITDA 2021e: 11,0x) für deutlich zu niedrig. Es scheint, als wird das Unternehmen vom Kapitalmarkt aufgrund des Einstiegs im Bereich der Sportwette und der damit verbundenen Risiken mit einem signifikanten Abschlag bewertet. Für uns sehen die operativen Fortschritte jedoch vielversprechend aus, sodass sich der Abschlag durch weitere Erfolgsmeldungen sukzessive verringern sollte.

### Fazit

pferdewetten.de dürfte das Krisenjahr 2020 solide beendet haben und im Rahmen der Veröffentlichung des Geschäftsberichts Ende März eine aussichtsreiche Guidance für das laufende Geschäftsjahr verkünden. Wir gehen davon aus, dass das Unternehmen durch die operativen Fortschritte zunehmend Vertrauen am Kapitalmarkt aufbauen kann und sich der begonnene Aufwärtstrend der Aktie fortsetzen wird. Die nächsten Wochen stellen daher u.E. eine ideale Gelegenheit dar, um ein Investment einzugehen. Mit einem DCF-basierten Kursziel von 25,00 Euro empfehlen wir die pferdewetten.de-Aktie zum Kauf.

## SWOT

Die Stärken von pferdewetten.de liegen u.E. vor allem in der sehr guten Marktposition im Heimatmarkt, der hohen Expertise in der Glücksspielbranche sowie der grundsoliden Bilanzrelation. Zudem bietet das Marktumfeld, das insbesondere durch die steigende Online-Penetrationsrate geprägt ist, noch erhebliche Chancen für pferdewetten.de. Auf der anderen Seite sehen wir Schwächen und Risiken vor allem in der noch sehr geringen Größe des neuen Segments der Sportwette sowie im regulatorischen Umfeld.

### Stärken

- Da im Glücksspielmarkt keine direkte Abhängigkeit von einzelnen Industrien besteht und in der Vergangenheit die negativen Auswirkungen bei einer gesamtwirtschaftlichen Eintrübung eher gering waren, bewerten wir auch das Geschäftsmodell von pferdewetten.de als relativ konjunkturunabhängig.
- Die gute Marktposition im reifen Markt der Pferdewette führt in den nächsten Jahren u.E. zu stabilen Erlösströmen.
- Aufgrund der sehr generischen Domains in beiden Segmenten („www.pferdewetten.de“ und „www.sportwetten.de“) profitiert das Unternehmen u.E. von einer hohen Kundenwahrnehmung trotz im Wettbewerbsvergleich geringeren Ausgaben für Suchmaschinenoptimierung.
- Die Expertise des Vorstands und des Aufsichtsrats im Bereich der Pferde- und Sportwette ist aufgrund diverser langjähriger Tätigkeiten innerhalb der Branche u.E. sehr hoch. Dies dürfte auch in Zukunft zu erhöhten Erfolgsaussichten bei strategischen Entscheidungen führen und sich somit in der langfristigen Entwicklung widerspiegeln.
- Bilanziell ist pferdewetten.de grundsoldig aufgestellt. Derzeit hat das Unternehmen keine Finanzschulden und verfügt im Vergleich zur Unternehmensgröße über eine hohe Cash-Position i.H.v. 13,3 Mio. Euro. Die Liquiditätslage sehen wir daher als langfristig gesichert an.

### Schwächen

- Die Markteintrittsbarrieren sind im Online-Wettgeschäft aufgrund der geringen Kapitalintensität auf den ersten Blick niedrig. Dies bezieht sich u.E. jedoch primär auf die Kosten für die notwendige IT-Infrastruktur. Die Einhaltung der regulatorischen Anforderungen ist hingegen durchaus komplex und somit eher als eine Hürde für neue Marktteilnehmer zu sehen.
- Wenngleich die regulatorischen Anforderungen komplex sind, zeigt die Vielzahl an Anbietern in der Sportwette, dass der Markt als kompetitiv zu bezeichnen ist.
- Eine Differenzierung zu anderen Marktteilnehmer ist schwierig, sodass die Kundenbindung als gering einzustufen ist. Vielmehr muss pferdewetten.de auch nach der Kundenakquise u.E. regelmäßig Geld zur Reaktivierung von Kunden aufwenden, da es in der Glücksspielbranche durchaus üblich ist, dass Kunden bei mehreren Anbietern parallel aktiv sind.
- Im Bereich der Sportwette verfügt das Unternehmen bisher nicht über die notwendige Größe, um Gewinne zu erwirtschaften. Allerdings deuten die operativen Fortschritte darauf hin, dass pferdewetten.de bereits in 2022 sehr nah an den Break-Even herankommt.
- Durch die steigende Relevanz von ESG-Kriterien bei der Anlageentscheidung institutioneller Investoren könnte pferdewetten.de aufgrund der Zugehörigkeit zum Glücksspielmarkt auf geringeres Investoreninteresse stoßen.

### Chancen

- Der Online-Glücksspielmarkt verzeichnet in Europa seit Jahren einen stabilen Wachstumstrend von jährlich rund 20%. pferdewetten.de dürfte daran in den nächsten Jahren spürbar partizipieren.
- Unterstützt wird dieser Trend u.E. von einer sukzessive steigenden Online-Penetrationsrate. Diese liegt im Heimatmarkt bei erst 19,2%, wohingegen strukturell sehr ähnliche Länder wie Schweden, Dänemark, UK oder Finnland bereits jetzt eine Online-Penetrationsrate von 42,6 bis 58,8% aufweisen. Insbesondere durch die Corona-Krise dürfte sich die Verschiebung von Offline- zu Online-Wettanbietern beschleunigt haben.
- Zusätzliche Wachstumsimpulse halten wir auch durch die regulatorischen Veränderungen im Rahmen des neuen Glücksspielstaatsvertrags für möglich. Hier sehen wir für pferdewetten.de im Casino- und Gamingbereich die Möglichkeit, zusätzliches Geschäft zu generieren.
- Durch die gute Marktposition im Bereich Pferdewette könnte es dem Unternehmen gelingen, einen Teil der Kunden durch Cross-Selling-Maßnahmen auch auf der Sportwetten- und perspektivisch auch der Casino- und Gamingplattform anzubinden.
- In den nächsten Jahren dürfte der Mobile-Anteil im Glücksspielmarkt sukzessive steigen. Für pferdewetten.de sehen wir durch den Launch von nativen Apps weiteres Wachstumspotenzial sowie eine Verbesserung der Customer Experience.
- Neue Sponsoring- oder Media-Partnerschaften könnten dazu führen, dass die Bekanntheit der Wettplattformen von pferdewetten.de deutlich steigt. Letztlich würde dies zu einem stärkeren Kundenwachstum sowie damit einhergehenden Zuwächsen der Erlösströme führen.

### Risiken

- In der Sportwette gehört pferdewetten.de noch zu den kleinen Anbietern. Durch die breitere Kundenbasis, höhere Bekanntheit sowie größere Finanzkraft einiger Wettbewerber bewerten wir das Marktumfeld als kompetitiv. Es besteht somit das Risiko, dass Wettbewerber mit umfangreicheren finanziellen Ressourcen Marktanteile zu Lasten von pferdewetten.de gewinnen.
- In der Vergangenheit kam es im deutschen Glücksspielmarkt immer wieder zu regulatorischen Änderungen. Durch den neuen Glücksspielstaatsvertrag, der im Juli 2021 in Kraft tritt, dürfte das regulatorische Risiko für pferdewetten.de jedoch spürbar geringer werden. Das Unternehmen erfüllt alle gesetzlichen Anforderungen und ist daher auch im Besitz einer Pferdewetten-Lizenz in Deutschland, Österreich und Malta. Seit Ende 2020 hält das Unternehmen nun auch eine Sportwettenkonzession. Für den Casinobereich dürfte pferdewetten.de ebenfalls eine Lizenz beantragen, sobald die regulatorischen Vorgaben definiert sind. Trotz dieser guten Momentaufnahme können unerwartete regulatorische Änderungen auch in Zukunft negative Effekte auf die operative Entwicklung verursachen.
- Um den Churn möglichst gering zu halten, ist es u.E. von großer Bedeutung, eine performante Plattform zu betreiben. Hier könnte es durch technische Probleme, Cyber-Angriffe oder Systemausfälle zu Kundenverlusten und damit auch Umsatzeinbußen kommen.
- Im Rahmen von Buchmacherwetten tritt pferdewetten.de auch selbst als Gegenpartei einer Wette auf, sodass hierbei das Risiko von Fehleinschätzungen der Quotenmanager besteht. Da das Unternehmen diese Wettart jedoch nur bei relativ gut prognostizierbaren Wetten anbietet und sich teilweise auch absichert, halten wir den finanziellen Schaden hieraus für überschaubar.

## BEWERTUNG

Wir haben die Bewertung von pferdewetten.de anhand eines DCF-Modells durchgeführt und uns anschließend zur Plausibilisierung eine Peergroup-Analyse bedient.

### DCF-Modell

Das DCF-Modell reflektiert die aussichtsreichen Wachstumsperspektiven im Online-Glücksspielmarkt. Wir gehen hier von einer spürbaren Steigerung der Online-Penetrationsrate aus, was u.E. in den nächsten Jahren die Basis für strukturelles Wachstum ist. pferdewetten.de dürfte somit in den kommenden Jahren im niedrigen bis mittleren zweistelligen Prozentbereich wachsen (CAGR 2020-2023e: +20,3%). Die langfristig niedriger gewählten Wachstumsraten berücksichtigen die Wahrscheinlichkeit einer sich intensivierenden Wettbewerbssituation. Wir haben daher einen sukzessiven Rückgang der Wachstumsrate von jährlich 2 bis 3%-Punkten in den Jahren ab 2023 unterstellt.

Seit dem Start der Sportwetten-Plattform in 2018 konnte das Unternehmen die Anlaufverluste bereits spürbar reduzieren. Wir gehen im Segment Sportwetten von einer weiteren Verbesserung in 2021 sowie der unmittelbaren Annäherung an den Break-Even in 2022 aus. Anschließend sollte die Skalierbarkeit des Plattformgeschäftsmodells trotz weiterer Investitionen in die Kundenakquise eine deutliche Steigerung der EBIT-Marge auf 30,8% bis 2023 ermöglichen (CAGR 2020-2023e: +61,2%). Langfristig rechnen wir mit einer durchschnittlichen EBIT-Marge von 29,0%.

Das verwendete Beta von 1,2 reflektiert einerseits das erhöhte regulatorische Risiko, da Änderungen in der Gesetzgebung spürbare Auswirkungen auf die operative Entwicklung haben könnten. Andererseits verfügen der Vorstand und der Aufsichtsrat über langjährige Erfahrung im Glücksspielmarkt, sodass wir pferdewetten.de als gut positioniert sehen, um mögliche Veränderungen der Marktbedingungen schnell adaptieren zu können.

Die risikolose Rendite wird auf Basis langfristiger, festverzinslicher Wertpapiere mit 2,5% angenommen. Für die Marktrendite werden 9,0% unterstellt, was insgesamt zu einer Risikoprämie von 6,5% führt. Unter Annahme einer langfristigen Fremdkapitalquote von 30% ergibt sich ein WACC von 8,1%.

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

Für die pferdewetten.de AG ermittelt sich somit aus dem DCF-Modell ein fairer Wert von rund 25,00 Euro.

**DCF Modell**

| Angaben in Mio.Euro                 | 2020e       | 2021e       | 2022e       | 2023e       | 2024e       | 2025e       | 2026e       | Terminal Value |
|-------------------------------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|----------------|
| <b>Umsatz</b>                       | <b>14,1</b> | <b>17,8</b> | <b>21,2</b> | <b>24,6</b> | <b>28,1</b> | <b>31,1</b> | <b>34,0</b> | <b>34,6</b>    |
| <i>Veränderung</i>                  | -2,0%       | 25,5%       | 19,5%       | 16,0%       | 14,0%       | 11,0%       | 9,0%        | 2,0%           |
| <b>EBIT</b>                         | <b>1,8</b>  | <b>4,2</b>  | <b>6,2</b>  | <b>7,6</b>  | <b>8,7</b>  | <b>9,7</b>  | <b>10,5</b> | <b>10,0</b>    |
| <i>EBIT-Marge</i>                   | 12,8%       | 23,8%       | 29,1%       | 30,8%       | 31,0%       | 31,0%       | 31,0%       | 29,0%          |
| <b>NOPAT</b>                        | <b>1,3</b>  | <b>3,1</b>  | <b>4,4</b>  | <b>5,5</b>  | <b>6,1</b>  | <b>6,8</b>  | <b>7,4</b>  | <b>7,0</b>     |
| <b>Abschreibungen</b>               | <b>0,6</b>  | <b>0,6</b>  | <b>0,3</b>  | <b>0,3</b>  | <b>0,4</b>  | <b>0,4</b>  | <b>0,4</b>  | <b>0,4</b>     |
| <i>in % vom Umsatz</i>              | 4,2%        | 3,4%        | 1,5%        | 1,3%        | 1,3%        | 1,2%        | 1,1%        | 1,1%           |
| <b>Liquiditätsveränderung</b>       |             |             |             |             |             |             |             |                |
| - Working Capital                   | 0,0         | 0,0         | 0,0         | 0,0         | 0,0         | 0,0         | 0,0         | 0,0            |
| - Investitionen                     | -0,1        | -0,2        | -0,2        | -0,2        | -0,2        | -0,2        | -0,3        | -0,5           |
| <i>Investitionsquote</i>            | 0,7%        | 1,1%        | 0,9%        | 0,8%        | 0,8%        | 0,8%        | 0,8%        | 1,3%           |
| <b>Übriges</b>                      | <b>0,0</b>     |
| <b>Free Cash Flow (WACC-Modell)</b> | <b>1,8</b>  | <b>3,5</b>  | <b>4,6</b>  | <b>5,6</b>  | <b>6,2</b>  | <b>6,9</b>  | <b>7,5</b>  | <b>7,0</b>     |
| <b>WACC</b>                         | <b>8,1%</b>    |
| Present Value                       | 1,8         | 3,3         | 4,0         | 4,5         | 4,6         | 4,8         | 4,8         | 68,2           |
| <b>Kumuliert</b>                    | <b>1,8</b>  | <b>5,1</b>  | <b>9,1</b>  | <b>13,6</b> | <b>18,3</b> | <b>23,0</b> | <b>27,8</b> | <b>96,0</b>    |

**Wertermittlung (Mio. Euro)**

|                           |              |
|---------------------------|--------------|
| Total present value (Tpv) | 96,0         |
| Terminal Value            | 68,2         |
| Anteil vom Tpv-Wert       | 71%          |
| Verbindlichkeiten         | 1,5          |
| Liquide Mittel            | 14,8         |
| <b>Eigenkapitalwert</b>   | <b>109,4</b> |

**Aktienzahl (Mio.)**

|                             |              |
|-----------------------------|--------------|
| Aktienzahl (Mio.)           | 4,44         |
| <b>Wert je Aktie (Euro)</b> | <b>24,65</b> |
| <b>+Upside / -Downside</b>  | <b>83%</b>   |
| <b>Aktienkurs (Euro)</b>    | <b>13,50</b> |

**Modellparameter**

|                     |       |
|---------------------|-------|
| Fremdkapitalquote   | 30,0% |
| Fremdkapitalzins    | 4,0%  |
| Marktrendite        | 9,0%  |
| risikofreie Rendite | 2,50% |

**Beta**

|                 |      |
|-----------------|------|
| Beta            | 1,20 |
| WACC            | 8,1% |
| ewiges Wachstum | 2,0% |

Quelle: Montega

**Annahmen: Umsatzwachstumsraten und Margenerwartungen**

|                                |           |       |
|--------------------------------|-----------|-------|
| Kurzfristiges Umsatzwachstum   | 2020-2023 | 20,2% |
| Mittelfristiges Umsatzwachstum | 2020-2026 | 15,7% |
| Langfristiges Umsatzwachstum   | ab 2027   | 2,0%  |
| EBIT-Marge                     | 2020-2023 | 24,1% |
| EBIT-Marge                     | 2020-2026 | 27,1% |
| Langfristige EBIT-Marge        | ab 2027   | 29,0% |

**Sensitivität Wert je Aktie (Euro)**

|              | ewiges Wachstum |       |              |       |       |
|--------------|-----------------|-------|--------------|-------|-------|
| WACC         | 1,25%           | 1,75% | <b>2,00%</b> | 2,25% | 2,75% |
| 8,55%        | 21,53           | 22,44 | 22,95        | 23,49 | 24,72 |
| 8,30%        | 22,22           | 23,21 | 23,76        | 24,36 | 25,72 |
| <b>8,05%</b> | 22,95           | 24,04 | <b>24,65</b> | 25,31 | 26,82 |
| 7,80%        | 23,74           | 24,93 | 25,61        | 26,34 | 28,03 |
| 7,55%        | 24,60           | 25,91 | 26,66        | 27,47 | 29,36 |

**Sensitivität Wert je Aktie (Euro)**

|              | EBIT-Marge ab 2027e |        |               |        |        |
|--------------|---------------------|--------|---------------|--------|--------|
| WACC         | 28,50%              | 28,75% | <b>29,00%</b> | 29,25% | 29,50% |
| 8,55%        | 22,71               | 22,83  | 22,95         | 23,07  | 23,19  |
| 8,30%        | 23,51               | 23,63  | 23,76         | 23,89  | 24,01  |
| <b>8,05%</b> | 24,38               | 24,51  | <b>24,65</b>  | 24,78  | 24,91  |
| 7,80%        | 25,32               | 25,47  | 25,61         | 25,75  | 25,89  |
| 7,55%        | 26,36               | 26,51  | 26,66         | 26,81  | 26,96  |

### Peergroup-Analyse

Die Unternehmen aus unserer Peergroup-Analyse sind allesamt in der Glücksspielbranche aktiv und decken einen vergleichbaren Mix aus Sport- und Pferdewette sowie den Bereich Casino und Gambling ab. Der Großteil davon fokussiert sich u.E. ebenfalls auf den Online-Bereich.

Die Ergebnismultiples zeigen ein sehr gemischtes Bild mit zwei Unternehmen (Kindred Group plc und ZEAL Network SE), die mit vergleichsweise sehr hohen Multiples bewertet werden. Um diese Extrema zu eliminieren, haben wir zur Bestimmung des fairen Wertes den Median herangezogen. Darüber hinaus halten wir es für gerechtfertigt, für die Berechnung die 2022e-Multiples heranzuziehen, da die Ergebniskennzahlen von pferdewetten.de dann nicht mehr durch die Anlaufverluste im Bereich der Sportwette verzerrt sein sollten.

Für die Peergroup ermitteln wir so ein EV/EBITDA 2022e von 10,8x sowie ein EV/EBIT 2022e i.H.v. 17,4x. Die Multiples von pferdewetten.de liegen mit 8,1x bzw. 8,5x deutlich niedriger, sodass daraus ein fairer Wert je Aktie zwischen 17,40 und 25,80 Euro resultiert. Unser DCF-basiertes Kursziel von 25,00 Euro liegt am oberen Ende dieser Bandbreite und wird somit plausibilisiert.

| Unternehmen                 | EV / EBITDA  |              |              | EV / EBIT    |              |              |
|-----------------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
|                             | 2021e        | 2022e        | 2023e        | 2021e        | 2022e        | 2023e        |
| bet-at-home.com AG          | 10,79        | 7,94         | n.a.         | 11,79        | 8,47         | n.a.         |
| William Hill plc            | 12,69        | 11,00        | 8,59         | 25,21        | 20,04        | 12,82        |
| 888 Holdings plc            | 7,58         | 7,13         | 6,17         | 10,24        | 9,61         | 8,44         |
| Kindred Group plc           | 84,81        | 109,61       | 97,80        | 106,85       | 150,71       | 132,73       |
| ZEAL Network SE             | 173,36       | 143,45       | 117,01       | 204,86       | 164,48       | 132,15       |
| Better Collective A/S       | 12,27        | 10,64        | 9,64         | 18,79        | 14,72        | 13,07        |
| Entain PLC                  | 34,77        | 24,53        | 21,32        | 60,97        | 34,36        | 24,97        |
| Betsson AB                  | 6,51         | 6,35         | 6,13         | 8,65         | 8,57         | 7,72         |
| Median                      | 12,48        | 10,82        | 9,64         | 22,00        | 17,38        | 13,07        |
| <b>pferdewetten.de AG</b>   | <b>10,96</b> | <b>8,12</b>  | <b>6,67</b>  | <b>12,50</b> | <b>8,54</b>  | <b>6,95</b>  |
| Potenzial                   | 14%          | 33%          | 44%          | 76%          | 104%         | 88%          |
| <b>Fairer Wert je Aktie</b> | <b>15,20</b> | <b>17,40</b> | <b>18,80</b> | <b>22,50</b> | <b>25,80</b> | <b>23,90</b> |

Quelle: Unternehmen, Montega, Capital IQ

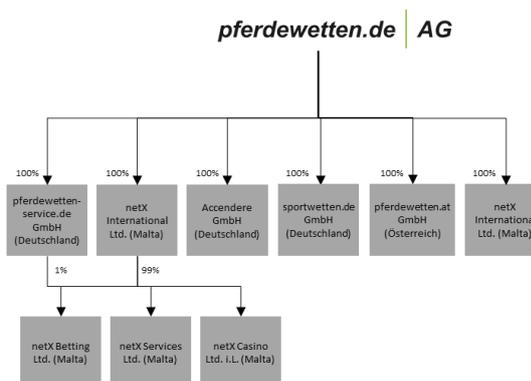
### UNTERNEHMENSHINTERGRUND

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 45.000 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 acht Tochtergesellschaften angesiedelt, wovon drei ihren Firmensitz in Deutschland, eine in Österreich und vier auf Malta haben.



Quelle: Unternehmen

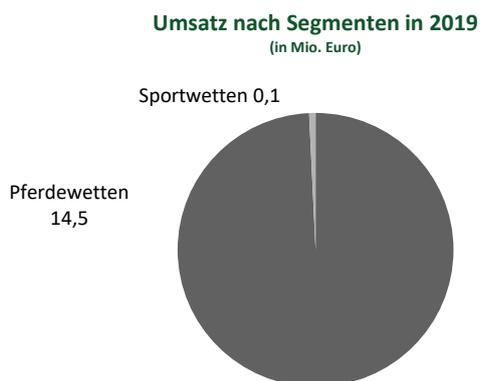
Die Geschäftstätigkeit der pferdewetten-service.de GmbH umfasst primär die Wettvermittlung und das Wettgeschäft im Wettbüro in München. Die österreichische Gesellschaft pferdewetten.at GmbH ist für die Wettvermittlung in Österreich zuständig. Die sportwetten.de GmbH fokussiert sich auf das Wettgeschäft 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 netX Casino Ltd. befindet sich in Liquidation.

### 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

### Segmentbetrachtung

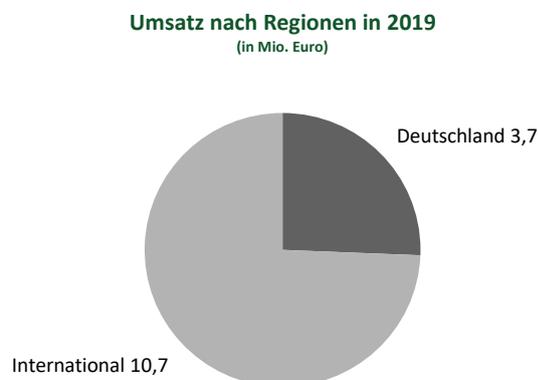
pferdewetten.de gliedert die operativen Tätigkeiten in die Segmente Pferdewetten und Sportwetten. Da die Aktivitäten im Bereich Sportwetten erst in 2018 gestartet wurden, ist dieser Bereich im Vergleich zur Pferdewette noch sehr klein. Im Geschäftsjahr 2019 erzielte das Unternehmen einen Umsatz i.H.v. 14,5 Mio. Euro im Bereich der Pferdewette und vergleichsweise geringe 0,1 Mio. Euro in der Sportwette. Auf Ergebnisebene erreichte das Unternehmen im Segment Pferdewetten ein EBITDA i.H.v. 6,3 Mio. Euro (EBIT-Marge: 43,6%) und im Segment Sportwetten ein EBITDA von -3,3 Mio. Euro. Grund für die erhebliche Ergebnisdiskrepanz sind die derzeit noch hohen Entwicklungs- und Marketinginvestitionen bei der Sportwette.



Quelle: Unternehmen

### Märkte und Umsatz

pferdewetten.de bietet inzwischen Rennen aus mehr als 36 Ländern an und verfügt über einen Kundenstamm von rund 45.000 registrierten Kunden. Pro Tag werden durchschnittlich Wetten auf 300 bis 500 Rennen angeboten. Im Geschäftsjahr 2019 hat das Unternehmen 3,7 Mio. Euro Umsatz mit Kunden aus Deutschland erzielt, was einem Anteil von 25,5% entspricht. Die übrigen 10,8 Mio. Euro bzw. 74,5% wurden mit Kunden im Ausland generiert, wobei mit etwa 35% davon der Großteil aus Österreich stammt. Die übrigen ca. 40% 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%).



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: 1,5 Mio. Euro bzw. 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 Wettheinsätze 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 (2019: Umsatz i.H.v. 6,5 Mio. Euro bzw. 45,2% 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 2019 betragen diese 7,9 Mio. Euro bzw. 54,7% 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 2019: 0,1%) sukzessive auszubauen. In 2019 beliefen sich die Umsatzerlöse auf nur 0,1 Mio. Euro.

Wettportal sportwetten.de



Quelle: www.sportwetten.de

### Management

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

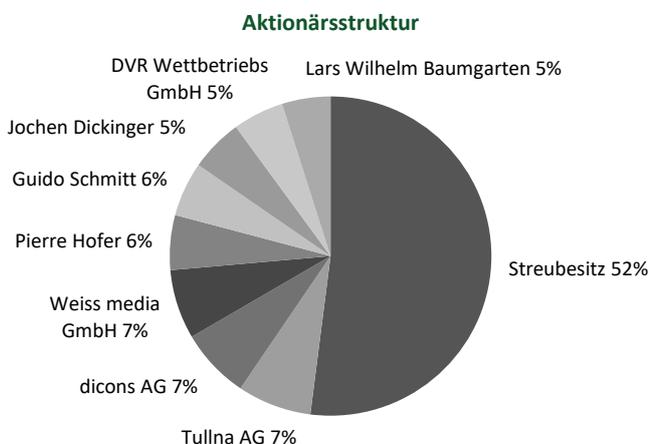


**Pierre Hofer** wurde im Juli 2010 in den Vorstand der pferdewetten.de AG berufen. Zuvor war Herr Hofer als Geschäftsführer mehrerer Unternehmen aus der Glücksspielbranche tätig und hat dabei wertvolle Erfahrung im Bereich der Pferde- und Sportwette gesammelt. Das Interesse zum Pferderennsport begleitet 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 4.437.601 nennwertlose auf den Inhaber lautende Namensaktien zu je 1,00 Euro aufgeteilt.

Zu den größten Einzelaktionären gehören die Tullna AG mit 7,5%, die dicons AG mit 7,1% sowie die Weiss media GmbH mit 7,0%. Der Vorstand Pierre Hofer hält 5,6%. 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 von Guido Schmitt und Jochen Dickinger i.H.v. 5,5 bzw. 5,3%. Beide verfügen u.E. über ein hohes Maß an Branchenexpertise, da sowohl Herr Schmitt als auch Herr Dickinger ehemalige Vorstandsmitglieder der bet-at-home.com AG sind. Mit Herrn Lars Wilhelm Baumgarten ist ein weiteres Aufsichtsratsmitglied mit Branchenexpertise in Höhe eines nennswerten Anteils an der pferdewetten.de AG beteiligt (4,9%). Die DVR Wettbetriebs GmbH, die zum Dachverband des Pferderennsports gehört, ist mit 5,1% beteiligt. Die übrigen Anteile liegen unter der 5%-Schwelle und werden somit dem Streubesitz zugeordnet, der aktuell 52,0% beträgt.



Quelle: Unternehmen

ANHANG

| G&V (in Mio. Euro) pferdewetten.de AG                       | 2017       | 2018        | 2019        | 2020e       | 2021e       | 2022e       |
|---|------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|
| <b>Umsatz</b>   | <b>8,6</b> | <b>11,1</b> | <b>14,4</b> | <b>14,1</b> | <b>17,8</b> | <b>21,2</b> |
| Bestandsveränderungen                                       | 0,0        | 0,0         | 0,0         | 0,0         | 0,0         | 0,0         |
| Aktivierete Eigenleistungen                                 | 0,0        | 0,0         | 0,0         | 0,0         | 0,0         | 0,0         |
| <b>Gesamtleistung</b>                                       | <b>8,6</b> | <b>11,1</b> | <b>14,4</b> | <b>14,1</b> | <b>17,8</b> | <b>21,2</b> |
| Materialaufwand   | 2,1        | 4,8         | 6,2         | 6,1         | 7,5         | 8,7         |
| <b>Rohertrag</b>  | <b>6,5</b> | <b>6,2</b>  | <b>8,2</b>  | <b>8,0</b>  | <b>10,3</b> | <b>12,5</b> |
| Personalaufwendungen  | 2,4        | 3,1         | 3,3         | 3,2         | 3,6         | 4,1         |
| Sonstige betriebliche Aufwendungen                          | 1,9        | 2,3         | 2,4         | 2,8         | 2,5         | 2,5         |
| Sonstige betriebliche Erträge                               | 0,4        | 0,3         | 0,4         | 0,4         | 0,6         | 0,7         |
| <b>EBITDA</b>   | <b>2,6</b> | <b>1,2</b>  | <b>3,0</b>  | <b>2,4</b>  | <b>4,8</b>  | <b>6,5</b>  |
| Abschreibungen auf Sachanlagen                              | 0,1        | 0,1         | 0,1         | 0,1         | 0,1         | 0,1         |
| <b>EBITA</b>  | <b>2,5</b> | <b>1,1</b>  | <b>3,0</b>  | <b>2,3</b>  | <b>4,7</b>  | <b>6,4</b>  |
| Amortisation immaterielle Vermögensgegenstände              | 0,3        | 0,3         | 0,5         | 0,5         | 0,5         | 0,2         |
| Impairment Charges und Amortisation Goodwill                | 0,0        | 0,0         | 0,0         | 0,0         | 0,0         | 0,0         |
| <b>EBIT</b>   | <b>2,2</b> | <b>0,8</b>  | <b>2,4</b>  | <b>1,8</b>  | <b>4,2</b>  | <b>6,2</b>  |
| Finanzergebnis  | 0,1        | 0,0         | 0,1         | 0,1         | 0,2         | 0,2         |
| <b>Ergebnis der gewöhnlichen Geschäftstätigkeit</b>         | <b>2,4</b> | <b>0,8</b>  | <b>2,5</b>  | <b>1,9</b>  | <b>4,4</b>  | <b>6,3</b>  |
| Außerordentliches Ergebnis                                  | 0,0        | 0,0         | 0,0         | 0,0         | 0,0         | 0,0         |
| <b>EBT</b>  | <b>2,4</b> | <b>0,8</b>  | <b>2,5</b>  | <b>1,9</b>  | <b>4,4</b>  | <b>6,3</b>  |
| EE-Steuern  | -0,2       | 1,4         | -0,8        | 0,5         | 1,2         | 1,8         |
| Jahresüberschuss aus fortgef. Geschäftstätigkeit            | 2,6        | -0,6        | 3,3         | 1,4         | 3,2         | 4,6         |
| 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>2,6</b> | <b>-0,6</b> | <b>3,3</b>  | <b>1,4</b>  | <b>3,2</b>  | <b>4,6</b>  |
| Anteile Dritter   | 0,0        | 0,0         | 0,0         | 0,0         | 0,0         | 0,0         |
| <b>Jahresüberschuss</b>                                     | <b>2,6</b> | <b>-0,6</b> | <b>3,3</b>  | <b>1,4</b>  | <b>3,2</b>  | <b>4,6</b>  |

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

| G&V (in % vom Umsatz) pferdewetten.de AG                    | 2017          | 2018          | 2019          | 2020e         | 2021e         | 2022e         |
|---|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| <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                                 | 0,0%          | 0,0%          | 0,0%          | 0,0%          | 0,0%          | 0,0%          |
| <b>Gesamtleistung</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> |
| Materialaufwand   | 24,6%         | 43,6%         | 43,0%         | 43,2%         | 42,0%         | 41,0%         |
| <b>Rohertrag</b>  | <b>75,4%</b>  | <b>56,4%</b>  | <b>57,0%</b>  | <b>56,8%</b>  | <b>58,0%</b>  | <b>59,0%</b>  |
| Personalaufwendungen  | 27,9%         | 27,7%         | 22,7%         | 22,9%         | 20,0%         | 19,5%         |
| Sonstige betriebliche Aufwendungen                          | 22,4%         | 20,5%         | 16,4%         | 20,0%         | 14,0%         | 12,0%         |
| Sonstige betriebliche Erträge                               | 4,6%          | 2,3%          | 3,1%          | 3,1%          | 3,1%          | 3,1%          |
| <b>EBITDA</b>   | <b>29,8%</b>  | <b>10,5%</b>  | <b>21,0%</b>  | <b>17,0%</b>  | <b>27,1%</b>  | <b>30,6%</b>  |
| Abschreibungen auf Sachanlagen                              | 0,9%          | 0,7%          | 0,6%          | 0,6%          | 0,5%          | 0,4%          |
| <b>EBITA</b>  | <b>28,9%</b>  | <b>9,8%</b>   | <b>20,4%</b>  | <b>16,4%</b>  | <b>26,7%</b>  | <b>30,2%</b>  |
| Amortisation immaterielle Vermögensgegenstände              | 2,9%          | 2,5%          | 3,6%          | 3,6%          | 2,9%          | 1,1%          |
| Impairment Charges und Amortisation Goodwill                | 0,0%          | 0,0%          | 0,0%          | 0,0%          | 0,0%          | 0,0%          |
| <b>EBIT</b>   | <b>26,0%</b>  | <b>7,2%</b>   | <b>16,9%</b>  | <b>12,8%</b>  | <b>23,8%</b>  | <b>29,1%</b>  |
| Finanzergebnis  | 1,3%          | 0,2%          | 0,7%          | 0,7%          | 0,9%          | 0,8%          |
| <b>Ergebnis der gewöhnlichen Geschäftstätigkeit</b>         | <b>27,3%</b>  | <b>7,4%</b>   | <b>17,6%</b>  | <b>13,5%</b>  | <b>24,6%</b>  | <b>29,9%</b>  |
| Außerordentliches Ergebnis                                  | 0,0%          | 0,0%          | 0,0%          | 0,0%          | 0,0%          | 0,0%          |
| <b>EBT</b>  | <b>27,3%</b>  | <b>7,4%</b>   | <b>17,6%</b>  | <b>13,5%</b>  | <b>24,6%</b>  | <b>29,9%</b>  |
| EE-Steuern  | -2,8%         | 12,5%         | -5,4%         | 3,5%          | 6,7%          | 8,4%          |
| Jahresüberschuss aus fortgef. Geschäftstätigkeit            | 30,1%         | -5,0%         | 23,0%         | 10,0%         | 18,0%         | 21,5%         |
| 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>30,1%</b>  | <b>-5,0%</b>  | <b>23,0%</b>  | <b>10,0%</b>  | <b>18,0%</b>  | <b>21,5%</b>  |
| Anteile Dritter   | 0,0%          | 0,0%          | 0,0%          | 0,0%          | 0,0%          | 0,0%          |
| <b>Jahresüberschuss</b>                                     | <b>30,1%</b>  | <b>-5,0%</b>  | <b>23,0%</b>  | <b>10,0%</b>  | <b>18,0%</b>  | <b>21,5%</b>  |

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

| Bilanz (in Mio. Euro) pferdewetten.de AG   | 2017        | 2018        | 2019        | 2020e       | 2021e       | 2022e       |
|--|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|
| <b>AKTIVA</b>                              |             |             |             |             |             |             |
| Immaterielle Vermögensgegenstände          | 3,2         | 3,0         | 3,6         | 3,1         | 2,7         | 2,6         |
| Sachanlagen                                | 0,3         | 0,3         | 0,4         | 0,4         | 0,4         | 0,4         |
| Finanzanlagen                              | 0,5         | 0,5         | 0,5         | 0,5         | 0,5         | 0,5         |
| <b>Anlagevermögen</b>                      | <b>4,1</b>  | <b>3,8</b>  | <b>4,5</b>  | <b>4,0</b>  | <b>3,6</b>  | <b>3,4</b>  |
| Vorräte                                    | 0,0         | 0,0         | 0,0         | 0,0         | 0,0         | 0,0         |
| Forderungen aus Lieferungen und Leistungen | 1,1         | 1,0         | 2,1         | 2,1         | 2,6         | 3,1         |
| Liquide Mittel                             | 10,3        | 11,4        | 14,8        | 15,8        | 18,2        | 21,6        |
| Sonstige Vermögensgegenstände              | 3,7         | 4,7         | 6,6         | 6,6         | 6,6         | 6,6         |
| <b>Umlaufvermögen</b>                      | <b>15,0</b> | <b>17,1</b> | <b>23,6</b> | <b>24,5</b> | <b>27,4</b> | <b>31,3</b> |
| <b>Bilanzsumme</b>                         | <b>19,1</b> | <b>20,9</b> | <b>28,1</b> | <b>28,5</b> | <b>31,0</b> | <b>34,7</b> |
| <b>PASSIVA</b>                             |             |             |             |             |             |             |
| <b>Eigenkapital</b>                        | <b>14,0</b> | <b>12,9</b> | <b>15,8</b> | <b>16,3</b> | <b>18,3</b> | <b>21,5</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                             | 0,1         | 0,1         | 0,0         | 0,0         | 0,0         | 0,0         |
| Zinstragende Verbindlichkeiten             | 0,6         | 0,8         | 1,5         | 1,5         | 1,5         | 1,5         |
| Verbindl. aus Lieferungen und Leistungen   | 1,0         | 1,2         | 2,1         | 2,0         | 2,5         | 3,0         |
| Sonstige Verbindlichkeiten                 | 3,4         | 5,9         | 8,7         | 8,7         | 8,7         | 8,7         |
| <b>Verbindlichkeiten</b>                   | <b>5,1</b>  | <b>8,0</b>  | <b>12,2</b> | <b>12,2</b> | <b>12,7</b> | <b>13,2</b> |
| <b>Bilanzsumme</b>                         | <b>19,1</b> | <b>20,9</b> | <b>28,1</b> | <b>28,5</b> | <b>31,0</b> | <b>34,7</b> |

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

| Bilanz (in % der Bilanzsumme) pferdewetten.de AG | 2017          | 2018          | 2019          | 2020e         | 2021e         | 2022e         |
|--|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| <b>AKTIVA</b>                                    |               |               |               |               |               |               |
| <b>Immaterielle Vermögensgegenstände</b>         | <b>16,9%</b>  | <b>14,1%</b>  | <b>12,9%</b>  | <b>10,9%</b>  | <b>8,7%</b>   | <b>7,4%</b>   |
| Sachanlagen                                      | 1,7%          | 1,7%          | 1,3%          | 1,3%          | 1,2%          | 1,1%          |
| Finanzanlagen                                    | 2,8%          | 2,5%          | 1,9%          | 1,7%          | 1,6%          | 1,4%          |
| <b>Anlagevermögen</b>                            | <b>21,4%</b>  | <b>18,3%</b>  | <b>16,0%</b>  | <b>13,9%</b>  | <b>11,5%</b>  | <b>9,9%</b>   |
| Vorräte  | 0,0%          | 0,0%          | 0,0%          | 0,0%          | 0,0%          | 0,0%          |
| Forderungen aus Lieferungen und Leistungen       | 5,8%          | 4,7%          | 7,6%          | 7,4%          | 8,4%          | 8,9%          |
| Liquide Mittel                                   | 53,7%         | 54,6%         | 52,8%         | 55,5%         | 58,8%         | 62,2%         |
| Sonstige Vermögensgegenstände                    | 19,1%         | 22,3%         | 23,5%         | 23,1%         | 21,3%         | 19,0%         |
| <b>Umlaufvermögen</b>                            | <b>78,5%</b>  | <b>81,6%</b>  | <b>83,8%</b>  | <b>86,0%</b>  | <b>88,4%</b>  | <b>90,2%</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>73,4%</b>  | <b>61,9%</b>  | <b>56,3%</b>  | <b>57,3%</b>  | <b>59,2%</b>  | <b>62,0%</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                                   | 0,4%          | 0,5%          | 0,0%          | 0,0%          | 0,0%          | 0,0%          |
| Zinstragende Verbindlichkeiten                   | 3,1%          | 3,7%          | 5,2%          | 5,1%          | 4,7%          | 4,2%          |
| Verbindl. aus Lieferungen und Leistungen         | 5,4%          | 5,7%          | 7,3%          | 7,0%          | 8,1%          | 8,6%          |
| Sonstige Verbindlichkeiten                       | 17,6%         | 28,1%         | 31,0%         | 30,6%         | 28,1%         | 25,1%         |
| <b>Verbindlichkeiten</b>                         | <b>26,6%</b>  | <b>38,1%</b>  | <b>43,5%</b>  | <b>42,7%</b>  | <b>40,9%</b>  | <b>38,0%</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> |

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

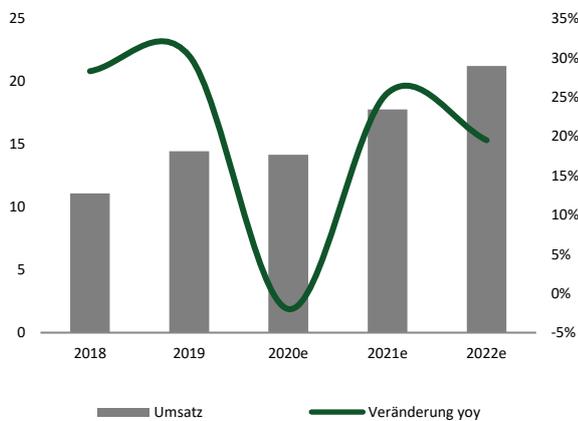
| Kapitalflussrechnung (in Mio. Euro) pferdewetten.de AG | 2017        | 2018        | 2019        | 2020e       | 2021e       | 2022e       |
|--|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|
| Jahresüberschuss/ -fehlbetrag                          | 2,6         | -0,6        | 3,3         | 1,4         | 3,2         | 4,6         |
| Abschreibung Anlagevermögen                            | 0,1         | 0,1         | 0,1         | 0,1         | 0,1         | 0,1         |
| Amortisation immaterielle Vermögensgegenstände         | 0,3         | 0,3         | 0,5         | 0,5         | 0,5         | 0,2         |
| Veränderung langfristige Rückstellungen                | 0,0         | 0,0         | -0,1        | 0,0         | 0,0         | 0,0         |
| Sonstige zahlungsunwirksame Erträge/Aufwendungen       | -0,9        | 1,9         | -2,4        | 0,0         | 0,0         | 0,0         |
| <b>Cash Flow</b>                                       | <b>2,0</b>  | <b>1,7</b>  | <b>1,4</b>  | <b>2,0</b>  | <b>3,8</b>  | <b>4,9</b>  |
| Veränderung Working Capital                            | 1,4         | 0,3         | 3,0         | 0,0         | 0,0         | 0,0         |
| <b>Cash Flow aus operativer Tätigkeit</b>              | <b>3,4</b>  | <b>2,0</b>  | <b>4,4</b>  | <b>2,0</b>  | <b>3,8</b>  | <b>4,9</b>  |
| CAPEX  | -0,6        | -0,1        | -0,1        | -0,1        | -0,2        | -0,2        |
| Sonstiges  | -2,4        | 0,2         | -0,3        | 0,0         | 0,0         | 0,0         |
| <b>Cash Flow aus Investitionstätigkeit</b>             | <b>-3,0</b> | <b>0,1</b>  | <b>-0,4</b> | <b>-0,1</b> | <b>-0,2</b> | <b>-0,2</b> |
| Dividendenzahlung                                      | -0,5        | -0,6        | -0,7        | -0,9        | -1,2        | -1,3        |
| Veränderung Finanzverbindlichkeiten                    | 0,0         | 0,0         | 0,0         | 0,0         | 0,0         | 0,0         |
| Sonstiges  | 0,0         | 0,0         | -0,2        | 0,0         | 0,0         | 0,0         |
| <b>Cash Flow aus Finanzierungstätigkeit</b>            | <b>-0,5</b> | <b>-0,6</b> | <b>-0,9</b> | <b>-0,9</b> | <b>-1,2</b> | <b>-1,3</b> |
| Effekte aus Wechselkursänderungen                      | 0,0         | 0,0         | 0,0         | 0,0         | 0,0         | 0,0         |
| <b>Veränderung liquide Mittel</b>                      | <b>-0,1</b> | <b>1,4</b>  | <b>3,1</b>  | <b>1,0</b>  | <b>2,4</b>  | <b>3,4</b>  |
| <b>Endbestand liquide Mittel</b>                       | <b>6,9</b>  | <b>8,3</b>  | <b>11,4</b> | <b>12,4</b> | <b>14,8</b> | <b>18,2</b> |

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

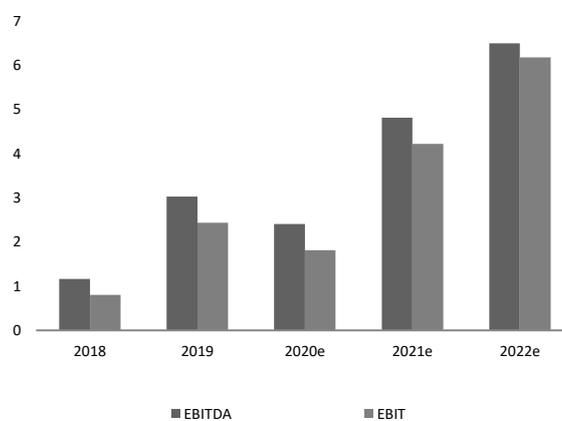
| Kennzahlen pferdewetten.de AG       | 2017  | 2018  | 2019   | 2020e | 2021e  | 2022e  |
|-------------------------------------|-------|-------|--------|-------|--------|--------|
| <b>Ertragsmargen</b>                |       |       |        |       |        |        |
| Rohrertragsmarge (%)                | 75,4% | 56,4% | 57,0%  | 56,8% | 58,0%  | 59,0%  |
| EBITDA-Marge (%)                    | 29,8% | 10,5% | 21,0%  | 17,0% | 27,1%  | 30,6%  |
| EBIT-Marge (%)                      | 26,0% | 7,2%  | 16,9%  | 12,8% | 23,8%  | 29,1%  |
| EBT-Marge (%)                       | 27,3% | 7,4%  | 17,6%  | 13,5% | 24,6%  | 29,9%  |
| Netto-Umsatzrendite (%)             | 30,1% | -5,0% | 23,0%  | 10,0% | 18,0%  | 21,5%  |
| <b>Kapitalverzinsung</b>            |       |       |        |       |        |        |
| ROCE (%)                            | 51,4% | 24,1% | 102,1% | 81,4% | 235,4% | 416,7% |
| ROE (%)                             | 22,2% | -4,0% | 25,6%  | 8,9%  | 19,5%  | 24,9%  |
| ROA (%)                             | 13,6% | -2,7% | 11,8%  | 5,0%  | 10,3%  | 13,1%  |
| <b>Solvenz</b>                      |       |       |        |       |        |        |
| Net Debt zum Jahresende (Mio. Euro) | -9,7  | -10,6 | -13,4  | -14,3 | -16,8  | -20,1  |
| Net Debt / EBITDA                   | -3,7  | -9,1  | -4,4   | -6,0  | -3,5   | -3,1   |
| Net Gearing (Net Debt/EK)           | -0,7  | -0,8  | -0,8   | -0,9  | -0,9   | -0,9   |
| <b>Kapitalfluss</b>                 |       |       |        |       |        |        |
| Free Cash Flow (Mio. EUR)           | 2,9   | 1,9   | 4,3    | 1,9   | 3,6    | 4,7    |
| Capex / Umsatz (%)                  | 34%   | 11%   | 13%    | 1%    | 1%     | 1%     |
| Working Capital / Umsatz (%)        | -1%   | -1%   | 0%     | 1%    | 1%     | 0%     |
| <b>Bewertung</b>                    |       |       |        |       |        |        |
| EV/Umsatz                           | 6,1   | 4,8   | 3,7    | 3,7   | 3,0    | 2,5    |
| EV/EBITDA                           | 20,5  | 45,4  | 17,4   | 21,9  | 11,0   | 8,1    |
| EV/EBIT                             | 23,5  | 65,7  | 21,6   | 29,1  | 12,5   | 8,5    |
| EV/FCF                              | 18,3  | 28,2  | 12,2   | 28,0  | 14,7   | 11,3   |
| KGV                                 | 22,5  | -     | 17,5   | 42,2  | 18,8   | 13,1   |
| KBV                                 | 4,3   | 4,6   | 3,8    | 3,7   | 3,3    | 2,8    |
| Dividendenrendite                   | 0,9%  | 1,2%  | 1,5%   | 1,9%  | 2,1%   | 3,1%   |

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

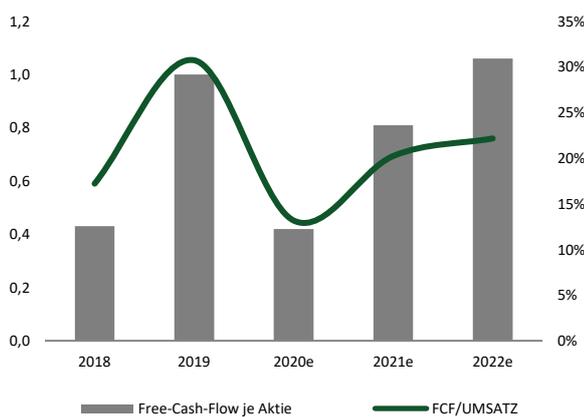
Umsatzentwicklung



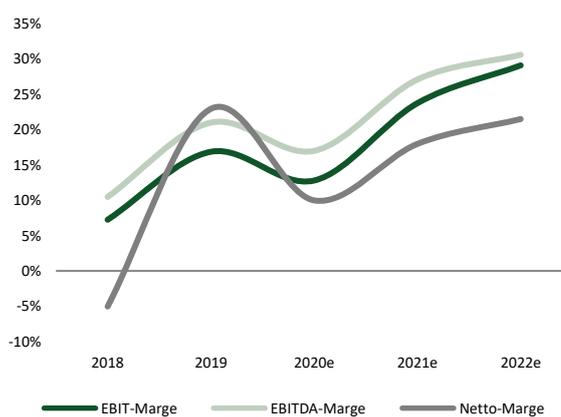
Ergebnisentwicklung



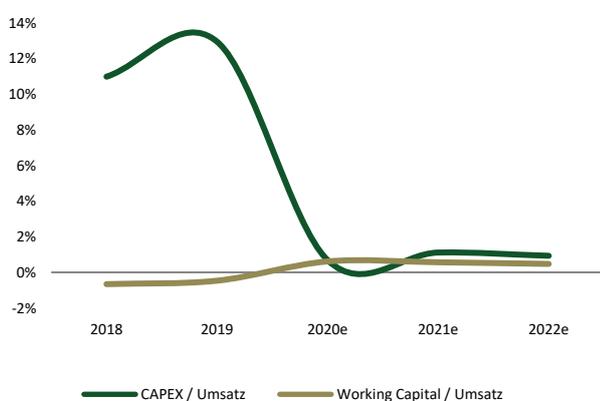
Free-Cash-Flow Entwicklung



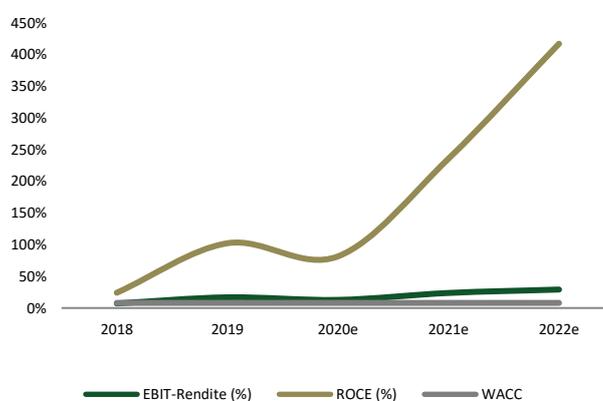
Margenentwicklung



Investitionen / Working Capital



EBIT-Rendite / ROCE



## DISCLAIMER

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

**Erklärung gemäß § 85 WpHG und Art. 20 Verordnung (EU) Nr. 596/2014 i.V.m. Delegierte Verordnung 2016/958 (Stand: 24.02.2021):** Montega hat mit diesem Unternehmen eine Vereinbarung über die Erstellung einer Finanzanalyse getroffen. Diese Finanzanalyse wurde vor ihrer Veröffentlichung dem Emittenten zugänglich gemacht und danach geändert. Ein mit Montega verbundenes Unternehmen kann am Grundkapital des Emittenten beteiligt sein oder sonstige Finanzinstrumente an diesem Unternehmen halten.

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.

**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.

**Hinweis gemäß MiFID II (Stand: 24.02.2021):** 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.

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

### **Bedeutung des Anlageurteils:**

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

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

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

### **Zuständige Aufsichtsbehörde:**

Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht  
Graurheindorfer Str. 108                      und  
53117 Bonn

Marie-Curie-Str. 24-28  
60439 Frankfurt

### **Kontakt Montega AG:**

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

**Kurs- und Empfehlungs-Historie**

---

| <b>Empfehlung</b>   | <b>Datum</b> | <b>Kurs</b> | <b>Kursziel</b> | <b>Potenzial</b> |
|---------------------|--------------|-------------|-----------------|------------------|
| Kaufen (Erststudie) | 24.02.2021   | 13,50       | 25,00           | +85%             |

---