

bet-at-home.com AG

Zusammenfassung

- **Dynamisches Wachstum:** bet-at-home.com hat das Geschäftsjahr 2006 mit sehr guten Zahlen abgeschlossen: Die Kundenzahl wurde von 245.000 auf 664.000 ausgeweitet und der Umsatz um 386 Prozent auf 334,9 Mio. Euro gesteigert. Der Gewinn erreichte – nach einem geringen Verlust im Vorjahr – nun 0,94 Mio. Euro.
- **Markt besonders aussichtsreich:** Der Online-Gambling-Markt zählt zu den dynamischsten Zweigen im ohnehin wachstumsstarken Internetbusiness. Lediglich die Unsicherheit hinsichtlich der rechtlichen Rahmenbedingungen belastet die Entwicklung.
- **Positive Aussichten:** Nach einer Ausweitung der Produktpalette, bei der beispielsweise Poker und mobiles Wetten in das Angebot integriert wurden, steht nun eine Fortsetzung der Expansion in Osteuropa auf der Agenda. Der Vorstand erwartet in Folge dessen im laufenden Jahr eine weitere Umsatzausweitung um 43 Prozent auf 480 Mio. Euro.
- **Hohes Kurspotenzial:** Unser fundamentales Bewertungsmodell sieht den fairen Wert derzeit bei 43,92 Euro, ein Kurspotenzial von 111 Prozent.

Spekulativ kaufen (unverändert)

Aktueller Kurs

20,77 Euro

ISIN	DE000A0DNAY5
Branche	Internet-Glücksspiel
Sitz der Gesellschaft	Düsseldorf
Internet	www.bet-at-home.ag
Ausstehende Aktien	3,51 Mio. Stück
Datum der Erstnotiz	Mai 2005
Marktsegment	Freiverkehr Frankfurt, Wien
Marktkapitalisierung	72,9 Mio. Euro
Free Float	ca. 30 %



Quelle: Market Maker

Hoch / Tief (12 Monate)	46,88 Euro / 17,23 Euro
Performance (12 Monate)	-55,0 %
Ø-Umsatz (30 Tage)	ca. 117 Tsd. Euro / Tag

Geschäftsjahr	2005*	2006	2007 (e)	2008 (e)
Umsatz (Mio. Euro)	69,0	334,9	402,0	482,4
Umsatzwachstum		385,4%	20,0%	20,0%
EpS (Euro)	-0,01	0,28	0,69	2,06
EpS-Wachstum		-	147,9%	200,0%
Dividende je Aktie (Euro)	-	-	-	-
KGV	-	74,9	30,2	10,1
KUV	1,06	0,22	0,18	0,15
Dividendenrendite	-	-	-	-

*Pro-forma

Jüngste Geschäftsentwicklung

Rasanten Expansions-tempo

bet-at-home.com hat das Geschäftsjahr 2006 mit hervorragenden Ergebnissen abgeschlossen. Das Unternehmen konnte den Umsatz im Vergleich zum Pro-forma-Abschluss aus 2005 um 385,4 Prozent auf 334,9 Mio. Euro steigern und damit die im August von 280 auf 320 Mio. Euro angehobene Prognose deutlich übertreffen. Unsere eigene Schätzung von 350 Mio. Euro wurde damit allerdings leicht verfehlt, da wir die Nachhaltigkeit der WM-Wirkung auf die Kundenaktivitäten im zweiten Halbjahr leicht überschätzt haben. Umso erfreulicher ist es in diesem Zusammenhang, dass das Unternehmen nach einem minimalen Fehlbetrag (Pro-forma) von 0,02 Mio. Euro einen Überschuss von 0,937 Mio. Euro erwirtschaften konnte und damit über unseren Erwartungen (0,7 Mio. Euro) lag. Obwohl die Gesellschaft noch mitten in der Expansionsphase steckt und zuletzt vor allem die Werbeausgaben erheblich aufgestockt hat – die sonstigen betrieblichen Aufwendungen erhöhten sich deshalb von 2,15 auf 12,47 Mio. Euro – gelang damit frühzeitig der Break-even. Der Gewinn resultiert allerdings in erster Linie aus der rentablen Anlage der üppigen Liquidität, während auf der operativen Ebene durch die hohen Marketingkosten noch ein kleiner Verlust angefallen ist. Die folgende Tabelle liefert einen Überblick zu den wichtigsten Kennzahlen.

<i>(Mio. Euro, Prozent)</i>	Geschäftsjahr 2005*	Geschäftsjahr 2006	Veränderung
Umsatz	68,96	334,92	+385%
EBIT	0,25	-0,17	-
Jahresergebnis	-0,02	0,97	-

*Geschäftsentwicklung von bet-at-home.com; Quelle: Unternehmen, eigene Berechnungen
Pro-forma nach Einbringung in eine börsennotierte AG

Kundengewinnung als Wachstumstreiber

Der wichtigste Motor der Geschäftsentwicklung war im letzten Jahr der rasante Anstieg der Kundenzahl. Nachdem sich bis Ende 2005 rund 245.000 Nutzer bei bet-at-home.com registriert hatten, erhöhte sich die Zahl innerhalb von nur einem Jahr um 171 Prozent auf 664.000. Dieser außergewöhnliche Erfolg resultiert aus der Strategie, die weitere Expansion vor allem in den noch vergleichsweise wenig erschlossenen Märkten in Süd- und Osteuropa voran zu treiben. Im letzten Jahr konnte so der größte prozentuale Zugewinn in Polen und Ungarn erzielt werden. Im ersten Quartal des laufenden Geschäftsjahres setzt sich dieser Trend nahtlos fort. Während die Kundenbasis mit 743.000 ein neues Hoch erreichte, erhöhte sich der Drei-Monats-Umsatz um 52,7 Prozent auf 113 Mio. Euro.

Ausweitung der Produktpalette

Neben der regionalen Expansion liegt ein weiterer Schwerpunkt der Geschäftsentwicklung auf dem Ausbau des angebotenen Produktportfolios. Der im Oktober letzten Jahres neu gestartete Bereich Online-Poker ist im ersten Dreivierteljahr von den Kunden sehr gut angenommen worden. Als zusätzliche Features wurden zudem mobiles Wetten und Livewetten integriert. Bei der letztgenann-

ten Applikation können die Nutzer während einer laufenden Sportveranstaltung zu kontinuierlich aktualisierten Quoten ihre Einsätze platzieren – eine attraktive Option für besonders aktive Kunden. Ein weiterer wichtiger Schritt zur Diversifikation des Angebots war die Beteiligung an der Racebets GmbH. Das Düsseldorfer Unternehmen verfügt über eine Konzession als deutscher Buchmacher für Pferdewetten und bietet seinen Kunden die Möglichkeit, über das Internet Wetten auf Rennen in der ganzen Welt zu platzieren. Im ersten vollen Geschäftsjahr 2006 konnte damit bereits ein Umsatz von 1,32 Mio. Euro erzielt werden. Auf der Ergebnisseite blieb die Gesellschaft mit einem Minus von 0,11 Mio. Euro noch geringfügig defizitär. Aufgrund der aussichtsreichen Perspektiven hat bet-at-home.com die eigene Beteiligungshöhe zum 1. Januar 2007 um weitere 20 Prozent aufgestockt und ist nun mit 60 Prozent der Mehrheitsgesellschafter des Unternehmens.

Ausblick

Branche mit starkem Wachstum

Nach einer Einschätzung von PWC (Global Entertainment & Media Outlook 2006) wird die weltweite Casino- und Glücksspielbranche in den nächsten Jahren stark wachsen und die Erlöse bis 2010 um durchschnittlich 8,8 Prozent auf 125 Milliarden US-Dollar ausweiten. Onlineplattformen dürften dabei kontinuierlich Marktanteile gewinnen und in einigen Regionen sogar mit mehr als 20 Prozent p.a. zulegen. In den USA und in einigen Staaten Europas wird diese Entwicklung allerdings durch den politischen Versuch, staatliche Monopole zu verteidigen, stark gebremst. Insbesondere in Deutschland sind die Widerstände gegen eine Liberalisierung immens und wurden im letzten Jahr durch ein Grundsatzurteil des Verfassungsgerichts gestützt. Auch in Italien zeigt sich der Gesetzgeber kompromisslos und versucht, private Anbieter über eine Provider-sperrung zu behindern. Demgegenüber sind nicht-staatliche Gambling-Gesellschaften in vielen Ländern Osteuropas wie etwa in Polen, Tschechien oder der Slowakei grundsätzlich zugelassen.

EU forciert Liberalisierung

Das größte Wachstumspotenzial in Europa liegt damit derzeit eindeutig im Südosten, da hier auch der Sättigungsgrad durch konventionelle Glücksspielangebote (Casinos, Lotto, Spielhallen) noch deutlich geringer ist. Aber auch in den vom Volumen her attraktiven westeuropäischen Märkten könnte die EU für verbesserte Rahmenbedingungen sorgen. Der europäische Gerichtshof hat im März im so genannten Placanica-Fall entschieden, dass private Anbieter von Wett-Konzessionen nicht grundsätzlich ausgeschlossen werden dürften. Parallel kämpft die EU-Kommission beharrlich für eine Homogenisierung und Liberalisierung der Glücksspielmärkte. Damit dürften nun auch für bet-at-home.com die Chancen gestiegen sein, mittelfristig auf dem deutschen Markt legal zu operieren, ohne weitere Rechtsstreitigkeiten mit Konkurrenten zu riskieren. Aktuell

läuft nach wie vor ein Verfahren, in dem die Westdeutsche Lotterie dem Unternehmen rechtliche Verstöße vorgeworfen haben. Die Österreicher erwarten nach der jüngsten EU-Rechtssprechung allerdings aus dem Prozess keine Zahlungsverpflichtungen.

Zuwachsraten unverändert

Aber auch unabhängig von der weiteren Entwicklung in Problemländern wie Deutschland dürfte das größte Potenzial für bet-at-home.com in Osteuropa liegen. Hier hat das Unternehmen in der Vergangenheit bereits unter Beweis gestellt, dass es in der Lage ist, zügig hohe Kundenzahlen zu generieren. Auf Basis der Nettoliquidität von 12,36 Mio. Euro (Stand 31. Dezember) besteht darüber hinaus eine ausreichende Finanzkraft für eine Fortsetzung der Expansion. Daher bekräftigen wir unsere Prognosen aus der Erststudie (September 2006) für die Wachstumsraten ab 2007. Aus einer erwarteten Steigerung von 20 Prozent im laufenden Jahr resultiert ein Umsatz von 402 Mio. Euro, der damit im Rahmen unserer konservativen Vorgehensweise deutlich unter dem von der Unternehmensseite kommunizierten Wert von 480 Mio. Euro liegt.

Marge leicht abgesenkt

Auf der Ergebnisseite passen wir unsere Margenprojektion leicht nach unten an, da die Werbeausgaben in einem konkurrenzintensiven Umfeld zuletzt etwas über unserer vorherigen Einschätzung lagen. Wir erwarten nun einen etwas langsameren Anstieg der Umsatzrendite auf eine langfristige Zielmarge von 3,5 Prozent bis zum Jahr 2010. Die folgende Tabelle zeigt den Geschäftsverlauf von bet-at-home.com für die nächsten acht Jahre, wie er sich auf der Grundlage dieser Annahmen einstellt:

Geschäftsjahr (endet 31.12)	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014
Gesamterlöse (Mio. EUR)	402,0	482,4	530,6	583,7	642,1	674,2	687,7	701,4
Erlöswachstum		20,0%	10,0%	10,0%	10,0%	5,0%	2,0%	2,0%
Nettorendite	0,6%	1,5%	2,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%
Gewinn (Mio. EUR)	2,4	7,2	13,3	20,4	22,5	23,6	24,1	24,5
Gewinnwachstum		200%	83,3%	54,0%	10,0%	5,0%	2,0%	2,0%

Fairer Wert 43,92 Euro je Aktie

Anhand unseres Bewertungsmodells ergibt sich bei einem Eigenkapitalkostensatz von 13,5 Prozent (risikoloser Zins 4,5 Prozent, Risikoprämie 5,3 Prozent, Beta 1,7) und einem ewigen Wachstum von 1,5 Prozent ein fairer Ertragswert von 154,1 Mio. Euro. Dies entspricht 43,92 Euro je Aktie und liegt somit rund 111 Prozent über dem aktuellen Börsenkurs.

Unverändertes Urteil: „Spekulativ kaufen“

bet-at-home.com zählt zu den wachstumsstärksten europäischen Unternehmen im Bereich Online-Gambling. Die Gesellschaft hat sich in Mittel- und Osteuropa aussichtsreich positioniert und dürfte hier noch auf Jahre über ein attraktives Expansionspotenzial verfügen. In unserem vorsichtigen Bewertungsmodell ergibt sich hieraus ein fairer Wert von 43,92 Euro und damit ein Kurspotenzial

von rund 111 Prozent. Ein Wermutstropfen bleibt die unsichere rechtliche Situation in vielen europäischen Staaten. Bis die EU hier einheitliche Maßstäbe gesetzt hat, dürften noch einige Jahre mit zahlreichen Rechtsstreitigkeiten ins Land ziehen. Aufgrund dieses Unsicherheitsfaktors bewerten wir das Unternehmen nach wie vor als Kauf mit spekulativem Charakter.

Über Performaxx

Die Performaxx Research GmbH betreibt unabhängige Wertpapier- und Finanzmarktanalyse. Unsere Leistungen umfassen das gesamte Spektrum unternehmens- und kapitalmarktbezogener Analyseprodukte, von maßgeschneiderten Research-Projekten für institutionelle Kunden bis zur regelmäßigen Coverage börsennotierter Unternehmen.

Wir betreuen ausschließlich professionelle Marktteilnehmer. Durch die projektbezogene Arbeit gehen wir konkret auf die individuelle Themenstellung des Kunden ein und garantieren eine schnelle, flexible und kostenbewusste Abwicklung. Unser Leistungskatalog umfasst:

- Pre-IPO-Research
- IPO-Research
- Follow-up-Research
- Markt-Research

Weiterführende Informationen geben wir Ihnen gerne in einem persönlichen Gespräch. Sie erreichen uns unter:

Performaxx Research GmbH
Innere Wiener Strasse 5b
81667 München

Tel.: + 49 (0) 89 / 44 77 16-0
Fax: + 49 (0) 89 / 44 77 16-20

Internet: <http://www.performaxx.de>
E-Mail: kontakt@performaxx.de

Disclaimer

Haftungsausschluss

Diese Finanzanalyse wurde unter Beachtung der deutschen Kapitalmarktvorschriften erstellt und ist daher ausschließlich für Kapitalmarktteilnehmer in der Bundesrepublik Deutschland bestimmt; ausländische Kapitalmarktregelungen wurden nicht berücksichtigt und finden in keiner Weise Anwendung. Diese Finanzanalyse stellt weder eine Aufforderung noch ein Angebot oder eine Empfehlung zum Erwerb oder Verkauf von Anlageinstrumenten oder zum Tätigen sonstiger Transaktionen dar. Ferner bilden weder diese Veröffentlichung noch die in ihr enthaltenen Informationen die Grundlage für einen Vertrag oder eine Verpflichtung irgendeiner Art. Jedes Investment in Aktien, Anleihen oder Optionen ist mit Risiken behaftet. Lassen Sie sich bei Ihren Anlageentscheidungen von einer qualifizierten Fachperson beraten.

Die Informationen und Daten in der vorliegenden Finanzanalyse stammen aus Quellen, die die Performaxx Research GmbH für zuverlässig hält. Bezüglich der Korrektheit und Vollständigkeit der Informationen und Daten übernimmt die Performaxx Research GmbH jedoch keine Gewähr. Alle Meinungsäußerungen spiegeln die aktuelle Einschätzung der Ersteller wider. Diese Einschätzung kann sich ohne vorherige Ankündigung ändern. **Weder die Ersteller noch die Performaxx Research GmbH haften für Verluste oder Schäden irgendwelcher Art, die im Zusammenhang mit dem Inhalt dieser Finanzanalyse oder deren Befolgung stehen. Mit der Entgegennahme dieses Dokuments erklären Sie sich einverstanden, dass die vorhergehenden Regelungen für Sie bindend sind.**

Angaben gemäß §34b WpHG i.V.m. FinAnV

Bei den in der vorliegenden Finanzanalyse verwendeten Kursen handelt es sich, sofern nicht anders angegeben, um Schlusskurse des vorletzten Börsentages vor dem Veröffentlichungsdatum. Als wesentliche Informationsquellen für die Finanzanalyse dienten die übergebenen Unterlagen und erteilten Auskünfte des Unternehmens sowie für glaubhaft und zuverlässig erachtete Informationen von Drittanbietern (z. B. Newsagenturen, Research-Häuser, Fachpublikationen), die ggf. im Studientext benannt werden.

Ersteller der Studie ist Dipl.-Kfm. Holger Steffen (Finanzanalyst). Das für die Erstellung verantwortliche Unternehmen ist die Performaxx Research GmbH. Die Performaxx Research GmbH erstellt und veröffentlicht zu dem hier analysierten Unternehmen in den nächsten zwölf Monaten voraussichtlich eine Studie und zwei Updates. **Die genauen Zeitpunkte der nächsten Veröffentlichungen stehen noch nicht fest.** In den vorausgegangenen zwölf Monaten hat die Performaxx Research GmbH folgende Studien zu dem hier analysierten Unternehmen veröffentlicht:

Datum der Veröffentlichung	Kurs bei Veröffentlichung	Anlageurteil
08.09.2006	30,10 Euro	Spekulativ kaufen

Sofern im Studientext nicht anders angegeben, bezieht sich das Anlageurteil in dieser Studie auf einen langfristigen Anlagezeitraum von mindestens zwölf Monaten. Innerhalb dieses Zeitraums bedeutet das Anlageurteil „Kaufen“ eine erwartete Steigerung des Börsenwertes von über 25 Prozent, „Übergewichten“ eine erwartete Wertsteigerung zwischen 10 und 25 Prozent, „Halten“ eine erwartete Wertsteigerung bis zu 10 Prozent, „Untergewichten“ eine erwartete Wertminderung um bis zu 10 Prozent und „Verkaufen“ eine erwartete Wertminderung von über 10 Prozent. „Spekulativ kaufen“ bedeutet eine mögliche Wertsteigerung von über 25 Prozent bei überdurchschnittlichem Anlagerisiko, "Spekulatives Investment" eine mögliche Wertsteigerung von über 25 Prozent bei sehr hohem Anlagerisiko bis zum Totalverlust.

Die Performaxx Research GmbH hat durch eine interne Betriebsrichtlinie zur Erstellung von Finanzanalysen, die für alle an der Studierstellung mitwirkenden Personen bindend ist, die notwendigen organisatorischen und regulativen Vorkehrungen zur Prävention und Behandlung von Interessenkonflikten getroffen. Folgende Interessenkonflikte können bei der Performaxx Research GmbH im Zusammenhang mit der Erstellung von Finanzanalysen grundsätzlich auftreten:

- 1) Die Finanzanalyse ist im Auftrag des analysierten Unternehmens entgeltlich erstellt worden.
- 2) Die Finanzanalyse wurde dem analysierten Unternehmen vor Veröffentlichung vorgelegt und hinsichtlich berechtigter Einwände geändert.
- 3) Die Performaxx Research GmbH und/oder ein verbundenes Unternehmen halten Long- oder Shortpositionen an dem analysierten Unternehmen.
- 4) Der Ersteller und/oder an der Erstellung mitwirkende Personen/Unternehmen halten Long- oder Shortpositionen an dem analysierten Unternehmen.
- 5) Die Performaxx-Anlegermedien GmbH, ein verbundenes Unternehmen der Performaxx Research GmbH, führt Aktien des hier analysierten Unternehmens in einem (virtuellen) Musterdepot ihres Börsenbriefs „Performaxx-Anlegerbrief“.

In der vorliegenden Finanzanalyse sind folgende der o.g. möglichen Interessenkonflikte gegeben: (keine)

Urheberrecht

Dieses Werk ist einschließlich aller seiner Teile urheberrechtlich geschützt. Jede Verwertung außerhalb der engen Grenzen des Urheberrechtsgesetzes ist ohne Zustimmung von Performaxx unzulässig und strafbar. Das gilt insbesondere für Vervielfältigungen, Übersetzungen, Mikroverfilmungen und die Einspeicherung sowie Verarbeitung in elektronischen Systemen.