

bet-at-home.com AG

Zusammenfassung

- **Weiterhin hohe Dynamik:** Die seit 2005 forcierte Expansion hat sich auch im letzten Geschäftsjahr in hohen Wachstumsraten niedergeschlagen. Während die Zahl der registrierten Kunden um 43,4 Prozent auf 975 Tsd. gestiegen ist, erhöhten sich die Umsätze aus Wett- und Spieleinsätzen sowie Provisionen um 47,7 Prozent auf 494 Mio. Euro.
- **Ertragspotenzial nimmt zu:** Obwohl aufgrund hoher Marketingaufwendungen unter dem Strich noch ein Verlust von 0,85 Mio. Euro angefallen ist, signalisiert der um 73,2 Prozent auf 23,4 Mio. Euro ausgeweitete Rohertrag die verbesserte operative Ertragskraft des Konzerns.
- **Positive Prognosen:** Durch eine weitere Erschließung der Märkte in Ost- und Südeuropa soll im laufenden Jahr der Umsatz auf 700 Mio. Euro (+41,7 Prozent) ausgebaut werden, was sich plangemäß erneut überproportional im Rohertrag (35 Mio. Euro, +50 Prozent) niederschlagen wird.
- **Enormes Kurspotenzial:** Die Börse ignoriert bislang diese positive Entwicklung, so dass sich das fundamentale Kurspotenzial auf 169 Prozent erhöht hat.

Kaufen (zuvor: Spekulativ kaufen)

Aktueller Kurs

11,95 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	41,9 Mio. Euro
Free Float	ca. 30 %



Quelle: Market Maker

Hoch / Tief (12 Monate)	19,72 Euro / 10,52 Euro
Performance (12 Monate)	-37,8 %
Ø-Umsatz (30 Tage)	ca. 60 Tsd. Euro / Tag

Geschäftsjahr	2006	2007	2008 (e)	2009 (e)
Umsatz (Mio. Euro)	334,7	494,3	750,0	900,0
Umsatzwachstum		47,7%	51,7%	20,0%
EpS (Euro)	0,31	-0,24	0,00	0,00
EpS-Wachstum		-	-	-
Dividende je Aktie (Euro)	-	-	-	-
KGV	39,1	-	-	-
KUV	0,13	0,08	0,06	0,05
Dividendenrendite	-	-	-	-

Jüngste Geschäftsentwicklung

Enormes Wachstumstempo

bet-at-home.com hat im letzten Geschäftsjahr den Ende 2005 eingeleiteten rasanten Expansionskurs mit ungebrochener Dynamik fortgesetzt. Durch eine deutliche Steigerung der Marketingaktivitäten konnte die Zahl der registrierten Nutzer binnen Jahresfrist um 43,4 Prozent auf 975 Tsd. ausgeweitet werden. Besonders erfolgreich war die Gesellschaft dabei in den als strategische Zielregion deklarierten Märkten Osteuropas: Mittlerweile stammen mehr als 320 Tsd. Kunden allein aus Polen, ein Zuwachs von rund einem Drittel seit Mitte 2006. Aber auch in den hart umkämpften Stammgebieten Österreich und Deutschland konnten seitdem Zuwächse verbucht werden. Dies spiegelt sich auch adäquat in den Umsatzzahlen des Konzerns wider. Im Jahr 2007 wurden insgesamt 494 Mio. Euro aus Wett- und Spieleinsätzen sowie Provisionen eingenommen, eine Steigerung von 47,7 Prozent zum Vorjahr. Die anderen Gaming-Erträge haben sich währenddessen sogar auf 1,33 Mio. Euro (+487 Prozent) vervielfacht.

<i>(Mio. Euro, Prozent)</i>	Geschäftsjahr 2007	Geschäftsjahr 2006	Veränderung
Umsatz	494,2	334,7	+47,7%
Nettorohertrag	23,37	13,50	+73,1%
EBIT	-1,72	-0,09	-
Jahresergebnis	-0,85	1,07	-

Geschäftsentwicklung von bet-at-home.com; Quelle: Unternehmen

Ertragskraft nimmt zu

In Relation dazu ist die Zuwachsrate der ausgezahlten Gewinne mit 46,9 Prozent (auf 471,7 Mio. Euro) unterproportional ausgefallen, die Wettgebühren und Fremdleistungen erhöhten sich sogar nur um 22,9 Prozent auf 0,46 Mio. Euro. In Summe konnte daher der Nettorohertrag, die wichtigste Kennziffer zur Ertragskraft der Gesellschaft, deutlich stärker als der Umsatz gesteigert werden, und zwar um 73,2 Prozent auf 23,4 Mio. Euro. Dass trotzdem sowohl das EBIT mit -1,23 Mio. Euro (Vorjahr: -0,09 Mio. Euro) als auch das Konzernergebnis mit -0,85 Mio. Euro (Vorjahr 1,1 Mio. Euro) negativ ausgefallen sind, ist in erster Linie auf die Ausweitung des Werbebudgets zurückzuführen. Da derzeit gerade in Osteuropa die Märkte im Bereich Onlineglücksspiel verteilt werden, hat das Management die Leitlinie ausgegeben, sämtliche Erträge in die Kundengewinnung zu investieren und im Zuge dessen die Marketingausgaben binnen Jahresfrist auf 16,6 Mio. Euro nahezu verdoppelt.

Guter Start ins neue Geschäftsjahr

In der laufenden Finanzperiode sollen die Werbeaktivitäten weiter ausgeweitet werden, wobei ein Großteil der dafür budgetierten 25 Mio. Euro bereits rund um das Großereignis Europameisterschaft ausgegeben wurde. Im Rahmen der EM dürfte bet-at-home.com im Gegenzug allerdings auch die Ertrags- und Nutzerzahlen sprunghaft gesteigert haben. Schon im Vorfeld der Veranstaltung sind die Resultate bei diesen Kennzahlen beachtlich ausgefallen. Während sich der Rohertrag im ersten Quartal auf 8,1 Mio. Euro und damit bereits auf rund 35

Prozent des gesamten Vorjahreswertes summierte, konnte die Zahl der registrierten Kunden parallel um rund 23 Prozent auf 1,2 Mio. gesteigert werden. Profitiert hat der Konzern dabei von der fortschreitenden Branchenkonsolidierung in einem wettbewerbsintensiven Umfeld, welches zu einem kontinuierlichen Rückzug kleinerer Anbieter führt. Im Zuge dessen konnte zuletzt der gesamte Kundenstamm (90.000 Wettkonten) des Konkurrenten Starbet International günstig erworben werden.

Straffung der Führungsstruktur

Nach einer Straffung der Führungsstruktur entfällt die Verantwortung für weitere Expansionsschritte mittlerweile allein auf die Gründer der in Linz ansässigen Kerngesellschaft bet-at-home.com GmbH, Jochen Dickinger und Franz Ömer, die Anfang März auch einen Vorstandsposten in der AG (Sitz: Düsseldorf) übernommen haben. Der vormalige Alleinvorstand der Dachgesellschaft, Guido Schmitt, der diese Position nach der Einbringung der österreichischen Gesellschaft in einen Börsenmantel übernommen hat, ist im Anschluss Ende Mai aus dem Gremium ausgeschieden und wird für einen Platz im Aufsichtsrat vorgeschlagen.

Ausblick

Aussichtsreiche Auslandsmärkte

Die Internationalisierung von bet-at-home.com schreitet kontinuierlich voran und dürfte auch in den kommenden Perioden für hohe Zuwachsraten sorgen. Mittlerweile ist die Gesellschaft mit ihrem Onlineangebot in 20 Ländern präsent; aktuell wird neben der Expansion in Osteuropa vor allem die Präsenz in Griechenland, Italien und Spanien ausgebaut. Gerade die iberische Halbinsel verspricht im Bereich der Sportwetten ein hohes Wachstumspotenzial. Die Marktforscher von PWC trauen der Branche in dem Land zwischen 2008 und 2010 eine Umsatzsteigerung von durchschnittlich 35 Prozent p.a. zu (Quelle: Global Entertainment and Media Outlook). Aber auch in Deutschland könnte sich die Marktsituation für private Wettanbieter schlagartig verbessern, falls es der EU-Kommission gelingt, das staatliche Monopol über ein Vertragsverletzungsverfahren auszuhebeln. Der Bundesgerichtshof hat diesbezüglich im Februar in einem Urteil zu den Jahren 2003 bis 2005 verhältnismäßig klar Stellung bezogen und betont, dass der freie Dienstleistungsverkehr nach dem EG-Recht Vorrang vor nationalen Regelungen hat.

Optimistische Prognose

Angesichts der hohen Dynamik in vielen Auslandsmärkten hat der Vorstand eine optimistische Prognose für das Gesamtjahr abgegeben. Insgesamt soll die Zahl der registrierten Nutzer nach den kommunizierten Erwartungen im Jahr 2008 um 53,8 Prozent auf 1,5 Mio. zulegen – eine Marke, die nach dem guten Start im ersten Quartal und dem EM-Geschäft aus unserer Sicht sehr gut abgesichert sein dürfte. Die Erfolge in der Neukundenakquise sollen sich plangemäß

auch in einem Umsatzwachstum von 41,7 Prozent auf 700 Mio. Euro niederschlagen. Der leicht unterproportionale Zuwachs dürfte vor allem darauf zurückzuführen sein, dass die Erlöse pro Person in den jungen Märkten Osteuropas noch deutlich unter dem westeuropäischen Schnitt liegen. Dessen ungeachtet erwartet das Management ein weiter verbesserte Rohertragsmarge von 5 Prozent (Vorjahr: 4,7 Prozent), korrespondierend mit einer Steigerung des Rohertrags um rund 50 Prozent auf 35 Mio. Euro. Das Konzernergebnis soll dabei zumindest ausgeglichen ausfallen.

Dynamik deutlich unterschätzt

Sowohl mit dem realisierten Umsatz in 2007 (494 Mio. Euro) als auch mit dem Prognosewert für das laufende Jahr (700 Mio. Euro) liegt die Gesellschaft deutlich über unseren Schätzungen vom Juni 2007 (402,0 und 482,4 Mio. Euro). Den enormen Markterfolg der Gesellschaft haben wir zum damaligen Zeitpunkt drastisch unterschätzt. Unsere Gewinnerwartung konnte bet-at-home.com trotzdem nicht erfüllen – was allerdings ausschließlich auf die hohen Marketingausgaben zurückzuführen ist, die eine Investition in das künftige Ertragspotenzial darstellen. Nach Aussage des Vorstands wäre es bei einer defensiveren Vorgehensweise schon im letzten Jahr problemlos möglich gewesen, einen Gewinn von 3 Mio. Euro auszuweisen – und damit wäre unsere Vorgabe (2,4 Mio. Euro) sogar übertroffen worden.

Überarbeitung unserer Schätzungen

Obwohl es am Kapitalmarkt tendenziell nicht so gut ankommt, wenn in diesem Ausmaß zu Lasten des aktuellen Ergebnisses für den zukünftigen Erfolg investiert wird – was am Kursverlauf von bet-at-home.com abzulesen ist –, halten wir die Politik für sinnvoll. Schließlich werden vor allem die interessanten Märkte in Osteuropa derzeit verteilt, und ein hoher Anteil verspricht hier in einigen Jahren enorme Erträge. Noch liegt der Durchschnittsumsatz pro Kunde nämlich erst bei einem Drittel des westeuropäischen Wertes. Diese Relation halten wir nicht für nachhaltig und erwarten stattdessen einen überproportionalen Anstieg im Osten. Davon dürfte bet-at-home.com in den nächsten Jahren profitieren, so dass wir im Vergleich zu unserem letzten Update von einer mittelfristig höheren Dynamik ausgehen. Erst im Anschluss, voraussichtlich ab 2010 erwarten wir nun, dass die Gesellschaft die Marge zu Lasten des Wachstums forciert. Da zum jetzigen Zeitpunkt noch relativ ungewiss erscheint, welche Aufwendungen dann zur Erhaltung des Kundenstamms dauerhaft notwendig sind, haben wir die erreichbare Zielrendite vorsichtshalber auf konservative 1,5 Prozent reduziert. 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)	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Gesamterlöse (Mio. EUR)	750	900	1.035	1.190	1.309	1.374	1.402	1.430
Erlöswachstum		20,0%	15,0%	15,0%	10,0%	5,0%	2,0%	2,0%
Nettorendite	0,0%	0,0%	0,5%	0,5%	1,0%	1,5%	1,5%	1,5%
Gewinn (Mio. EUR)	0,0	0,0	5,2	6,0	13,1	20,6	21,0	21,5
Gewinnwachstum		-	-	15,0%	120%	57,5%	2,0%	2,0%

Fairer Wert 32,17 Euro je Aktie

Anhand unseres Bewertungsmodells ergibt sich bei einem unveränderten 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 Wert von 112,9 Mio. Euro. Dies entspricht 32,17 Euro je Aktie und liegt somit rund 170 Prozent über dem aktuellen Börsenkurs. Entgegen unseres üblichen Einjahreszeitraums, in dem dieses Potenzial realisiert werden sollte, sehen wir bei bet-at-home.com 24 Monate als Frist für die Erreichung des Kursziels. Damit berücksichtigen wir, dass es etwas längere Zeit benötigen wird, bis der Kapitalmarkt die Skepsis gegenüber der auf Marktanteilsgewinnung ausgerichteten Strategie ablegen wird.

Neues Urteil: „Kaufen“

bet-at-home.com hat im letzten Geschäftsjahr unsere Wachstumserwartungen deutlich übertroffen und auch für die aktuelle Periode eine optimistische Prognose abgegeben. Die Gesellschaft forciert ihre Expansion in Süd- und Osteuropa und nimmt es im Zuge dessen in Kauf, vorübergehend keinen Gewinn zu erwirtschaften. Langfristig ist diese Strategie aus unserer Sicht allerdings der richtige Weg, um den maximalen Unternehmenswert zu realisieren. Der Kapitalmarkt sieht die Entwicklung hingegen derzeit skeptisch, so dass die Aktie vor kurzem noch auf einem Mehrjahrestiefstand notierte. Nach unserem fundamentalen Bewertungsmodell besteht hingegen ein Aufwärtspotenzial von etwa 170 Prozent. Angesichts des mittlerweile erreichten regionalen Diversifikationsgrades halten wir auch das Regulierungsrisiko für beherrschbar, so dass wir den Wert von „Spekulativ kaufen“ auf „Kaufen“ hochstufen.

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 drei 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
(keine)		

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 Studienerstellung 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.