

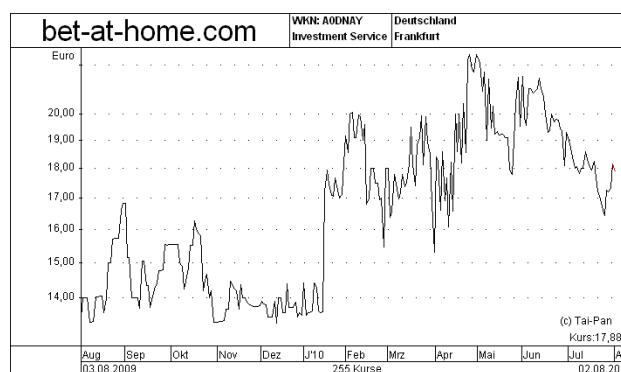
bet-at-home.com AG

Zusammenfassung

- **Hohes Umsatz- und Rohertragswachstum:** Im Sog der Fußball-WM und dank deutlich intensiverer Marketingaufwendungen konnte bet-at-home.com den Kundenbestand im laufenden Jahr deutlich ausweiten und passive Bestandskunden reaktivieren. Dies zeigt sich bereits im zweiten Quartal in einem Umsatzwachstum von 81,6 Prozent auf 373,0 Mio. Euro; der Rohertrag legte währenddessen überproportional um 120,0 Prozent auf 17,6 Mio. Euro zu.
- **Marketingaufwand belastet temporär:** Die in den letzten Monaten mehr als vervierfachen Werbeaufwendungen belasteten das Ergebnis im zweiten Quartal. Unter dem Strich ist ein Fehlbetrag von -2,4 Mio. Euro angefallen. Dank der sehr profitablen ersten drei Monate liegt der Halbjahresverlust aber nur bei -0,5 Mio. Euro.
- **Gewinnprognose angehoben:** Im Gesamtjahr wird das Unternehmen allerdings von der Marketingoffensive stark profitieren. Das Management hat die Gewinnprognose von 3,5 auf 4,5 Mio. Euro angehoben, ein Zuwachs von 70 Prozent gegenüber 2009.
- **Drastische Unterbewertung:** An der Börse wurde die hervorragende Entwicklung noch nicht recht gewürdigt, wir sehen aktuell ein Kurspotenzial von 126 Prozent.

Kaufen (unverändert)

Kursziel 43,33 Euro
Aktueller Kurs 19,15 Euro (Xetra)



Kurshistorie (Xetra)	1 M	3 M	12 M
Hoch (Euro)	18,89	21,50	22,90
Tief (Euro)	16,10	16,10	13,10
Performance	+3,21%	-6,39%	+34,39%
Ø-Umsatz (Euro/Tag)	25.642,25	40.637,10	28.937,58

Stammdaten

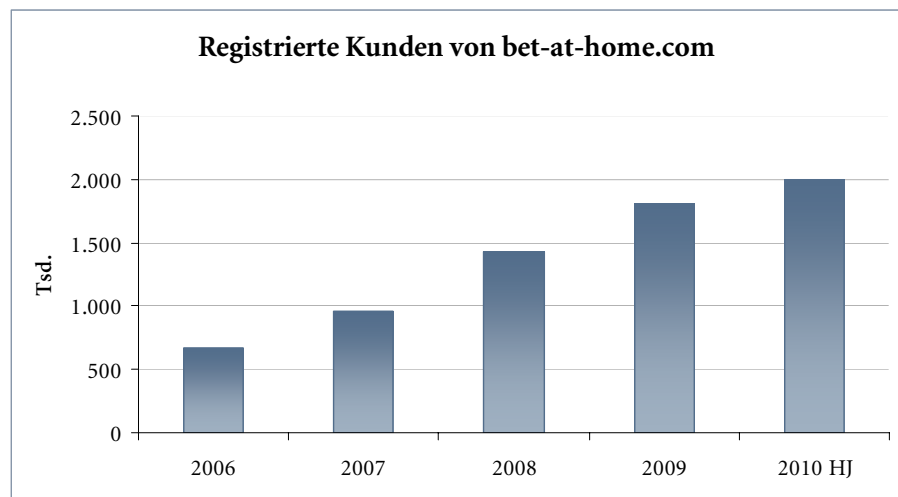
ISIN / WKN	DE000A0DNAY5 / A0DNAY
Branche	Glücksspiel
Sitz der Gesellschaft	Düsseldorf
Internet	www.bet-at-home.ag
Ausstehende Aktien	3,51 Mio. Stück
Datum der Erstnotiz	Dezember 2004
Marktsegment	Freiverkehr
Marktkapitalisierung	67,2 Mio. Euro
Free Float	24 %
Rechnungslegung	IFRS

Geschäftsjahr (bis 31.12.)	2008	2009	2010e	2011e		
Umsatz (Mio. Euro)	676,6	929,3	1.300,0	1.339,0	CAGR Umsatz 08-11 (e)	25,5%
Umsatzwachstum	36,5%	37,3%	39,9%	3,0%	CAGR EBIT 08-11 (e)	83,0%
EBIT (Mio. Euro)	1,3	0,6	6,6	8,2	CAGR EpS 08-11 (e)	109,6%
EBIT-Marge	0,2%	0,1%	0,5%	0,6%		
EpS	0,20	0,75	1,43	1,85	Enterprise Value (Mio. Euro)	44,1
Dividende je Aktie	-	-	-	-	Buchwert (Mio. Euro)	17,5
KUV	0,10	0,07	0,05	0,05	EV / Umsatz 10 (e)	0,03
KGV	95,0	25,4	13,4	10,3	EV / EBIT 10 (e)	6,7
Dividendenrendite	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	Kurs / Buchwert	3,8

Jüngste Geschäftsentwicklung

Marketingoffensive zur Fußball-WM

Wie zuvor vom Management angekündigt, hat bet-at-home.com den Branchenhöhepunkt Fußballweltmeisterschaft genutzt und kräftig in die Neukundengewinnung investiert. Allein im zweiten Quartal beliefen sich die Marketingausgaben auf 16,2 Mio. Euro, ein Zuwachs um 315,3 Prozent gegenüber der Vorjahresperiode. Dass diese Werbeoffensive ihre Wirkung nicht verfehlt hat, zeigen die Zahlen zur Entwicklung der registrierten Kunden. Das Unternehmen konnte den anvisierten Zuwachs um 150 Tsd. allein im Juni erzielen, so dass der Gesamtbestand nun bereits die Marke von 2 Mio. übertrafen hat (siehe folgende Grafik). Darüber hinaus wurden durch die jüngsten Maßnahmen auch viele passive Altkunden reaktiviert, was sich entsprechend positiv im Zahlenwerk niederschlägt.



Quelle: Unternehmen

Rohrertrag steigt überproportional

So expandierten die Wett- und Gamingumsätze zwischen April und Juni um 81,6 Prozent auf 373,0 Mio. Euro. Damit hat die Dynamik in Relation zum ohnehin schon sehr starken ersten Quartal, in dem die Erlöse um 76,4 Prozent gestiegen sind, noch einmal zugenommen. Als sehr erfreulich stufen wir dabei die Entwicklung der wichtigsten Profitkennzahl der Branche, des Rohertrags (Hold), ein. Hier konnte in den letzten drei Monaten ein deutlich überproportionaler Zuwachs um 120 Prozent auf 17,6 Mio. Euro erwirtschaftet werden. Zusammen mit dem Rohertrag aus dem ersten Quartal (13,8 Mio. Euro) stehen zur Jahresmitte schon mehr als 80 Prozent des Wertes aus dem gesamten Vorjahr in den Büchern. Unter dem Strich musste wegen der hohen Marketingausgaben dennoch im zweiten Quartal planmäßig ein Verlust von -2,4 Mio. Euro (Vorjahr: 0,9 Mio. Euro) hingenommen werden. Auf Halbjahresbasis blieb das Ergebnis dank der sehr profitablen ersten drei Monate aber nahezu ausgeglichen. Die folgende Tabelle zeigt einen Überblick zu den wichtigsten Kennzahlen.

	Q2 2009	Q2 2010	Änderung	6M 2009	6M 2010	Änderung
Umsatz	205,4	373,0	+81,6%	383,7	687,5	+79,2%
Rohertrag	8,0	17,6	+120,0%	16,9	31,4	+85,8%
EBITDA	0,9	-3,0	-	1,1	-0,4	-
Überschuss	0,9	-2,4	-	2,5	-0,5	-

Angaben in Mio. Euro bzw. Prozent, Quelle: Unternehmen

Ausblick

Gewinnprognose deutlich angehoben

Während der Schwerpunkt der Marketingaktivitäten im laufenden Jahr eindeutig auf den ersten sechs Monaten lag, dürfte sich der nun gewachsene und aktive Kundenstamm positiv auf die Zahlen des zweiten Halbjahres auswirken. Dies wird sich nicht mehr nur auf der Umsatz- und Rohertragsseite zeigen, sondern angesichts deutlich reduzierter Werbeaufwendungen auch im Nettoergebnis. Das Management hat daher die Gewinnprognose für das Gesamtjahr angehoben und erwartet nun statt einer Steigerung um 30 Prozent, die anlässlich der Veröffentlichung der Geschäftszahlen für 2009 im März kommuniziert wurde, einen Ergebnissprung um 70 Prozent auf 4,5 Mio. Euro.

Branche im Umbruch

Damit hat das Unternehmen seine Marktposition weiter verbessert und dürfte auch dank der Einbindung in den Verbund des französischen Großaktionärs Mangas zu den Gewinnern der anlaufenden Branchenkonsolidierung zählen. Die noch stark fragmentierte Angebotsstruktur im Sektor wurde bereits Ende Juli kräftig durchgemischt, als die führenden europäischen Anbieter bwin und PartyGaming ihren Zusammenschluss zum weltgrößten Internetwettkonzern bekannt gegeben haben. Wir gehen davon aus, dass es in den nächsten Monaten und Jahren zu zahlreichen weiteren Übernahmen und Fusionen kommen wird. Dabei dürfte bet-at-home.com nicht selbst aktiv werden, weitere Schritte sind eher von Mangas zu erwarten.

Anhebung der Umsatzschätzung

Insgesamt stufen wir die weiteren Perspektiven von bet-at-home.com auch dank des attraktiven Marktwachstums – im nächsten Jahr dürfte beispielsweise der europäischen Sportwettenmarkt um ein Viertel auf 10 Mrd. Euro expandieren – weiterhin als sehr aussichtsreich ein. Nach dem hohen Kundenwachstum im ersten Halbjahr erwarten wir gute Resultate in den zweiten sechs Monaten und heben unsere Umsatzprognose für 2010 von 1,25 auf 1,3 Mrd. Euro an. Auf der Ergebnisebene waren wir bereits zuvor deutlich optimistischer als der Vorstand und bleiben daher vorerst bei unserer Schätzung von 5 Mio. Euro. Auch alle anderen Prognosen zu Wachstumsraten und Margen bleiben unverändert. Die folgende Tabelle zeigt das aus diesen Änderungen resultierende Schätzmodell für die weitere Geschäftsentwicklung des Unternehmens in den nächsten acht Jahren:

	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017
Erlöse (Mio. Euro)	1.300	1.339	1.473	1.591	1.670	1.754	1.841	1.934
Erlöswachstum		3,0%	10,0%	8,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%
Nettorendite	0,4%	0,5%	0,6%	0,7%	0,8%	0,9%	1,0%	1,0%
Gewinn (Mio. Euro)	5,01	6,51	8,84	11,14	13,36	15,78	18,41	19,34
Gewinnwachstum		30,0%	35,8%	26,0%	20,0%	18,1%	16,7%	5,0%

Fairer Wert 43,33 Euro je Aktie

Aus unserem aktualisierten Bewertungsmodell ergibt sich bei einem Eigenkapitalkostensatz von 11,5 Prozent (wegen der aktuell hohen Volatilität erfolgt ein Rückgriff auf den Mittelwert (2,5 Prozent) der Umlaufrendite festverzinslicher deutscher Wertpapiere, Risikoprämie 5,3 Prozent, Beta 1,7) und einem ewigen Wachstum von 2,0 Prozent nun ein fairer Ertragswert von 152,1 Mio. Euro oder 43,33 Euro je Aktie. Gegenüber unserer letzten Einschätzung vom Mai (40,10 Euro) hat sich damit das Kursziel leicht erhöht, so dass wir nun ein Potenzial von 126 Prozent sehen.

Fazit

Unverändertes Anlageurteil: „Kaufen“

Obwohl die Zahlen zum zweiten Quartal an der Börse zu einem kleinen Kursprung geführt haben, sind sie aus unserer Sicht von den Anlegern nicht ausreichend gewürdigt worden. Die Aktie notiert immer noch deutlich unter dem Jahreshoch, obwohl Kundengewinnung und Rohertrag zwischen April und Juni deutlich besser gelaufen sind als zuvor vom Management erwartet. Dies spiegelt sich in der angehobenen Gewinnprognose wider, aus der sich ein angesichts des dynamischen Wachstums moderates aktuelles KGV von 14,9 berechnet (wir taxieren das KGV für 2010 sogar auf lediglich 13,4). Wir sehen daher den fairen Wert des Unternehmens bei 43,33 Euro je Aktie, was mit einem enormen Aufwärtspotenzial von 126 Prozent korrespondiert. Auf dieser Basis bekräftigen wir unser Urteil: „Kaufen“.

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

Telefon: + 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

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 hat zu dem hier analysierten Unternehmen zur Zeit keine weiteren Aufträge für Studien oder Updates. In den vorausgegangen zwölf Monaten hat die Performaxx Research GmbH folgende Studien zu dem hier analysierten Unternehmen veröffentlicht:

Datum der Veröffentlichung	Kurs bei Veröffentlichung	Anlageurteil
03.05.2010	21,00 Euro	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 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 der Performaxx Research GmbH unzulässig und strafbar. Das gilt insbesondere für Vervielfältigungen, Übersetzungen, Mikroverfilmungen und die Einspeicherung sowie Verarbeitung in elektronischen Systemen. Alle Charts dieser Finanzanalyse wurden mittels Market-Maker (www.market-maker.de) erstellt.