

Investor1989

# Bet-at-home.com AG

Overset betting-diamant

**Kursmål: 200 Euro**

**Aktiekurs: 97 Euro**

**Upside: 106 %**

### Disclaimer:

Denne analyse er skrevet og udgivet af xxx Research ApS. Analysen er baseret på research, regnskaber, interviews, field research, analytikerrapporter mv. Rapporten indeholder xxx egne meninger, forudsætninger og holdninger. Xxx garanterer ikke for korrektheden heraf.

Researchen er oftest lavet over en løbende periode på 6-12 måneder før publiceringen af rapporten.

Denne rapport skal ikke ses som en køb, hold eller salgsanbefaling af den pågældende aktie. xxx Research ApS er ikke en registreret investeringsrådgiver og giver på baggrund heraf ingen anbefaler om konkrete aktier.

xxx er under ingen omstændigheder ansvarlig for tab som følge af investeringer baseret på baggrund af denne rapport.

Læsere af rapporten bør forudsætte at xxx Holding ApS eller dets datterselskaber på analysetidspunktet ejer aktier i det analyserede selskab. xxx Holding fraskriver sig retten til at købe eller sælge aktier i selskabet i op til 72 timer fra denne rapport er publiceret på selskabets hjemmeside, sendt til investorer eller uploadet på Inrater. Derefter forbeholder xxx Holding ApS eller dets datterselskaber sig retten til at købe eller sælge aktier i selskabet uden nærmere notifikationer herom.

Rapporten er udarbejdet af xxx med assistance fra øvrige researchere hos xxx Research ApS. Researchere, herunder xxx ejer ikke på analysetidspunktet aktier i det analyserede selskab udover via deres investering i xxx Holding ApS.

Denne analyserapport er frigivet på selskabets hjemmeside over for selskabets aktionærer og abonnenter eller abonnenter på Inrater

Rapporten kan ikke ses af ikke aktionærer eller abonnenter før 1 måned efter analysedagen.

Rapporten vil forblive tilgængelig og vil ikke blive taget af hjemmesiden.

Xxx Research har muligheder for og vil i de fleste tilfælde løbende følge op på de analyserede cases, opdatere kursmål på aktierne mv. xxx Research er dog ikke forpligtede til dette og kan i enkelte tilfælde undgå at kommentere yderligere på en aktie efter den første analyse er udsendt. xxx Research har ikke pligt til at orientere læsere om ændringer i kursmål til den pågældende aktie.

## Indholdsfortegnelse

Disclaimer: .....	2
Om Bet-at-home:.....	4
Brand: .....	7
Sponsoraktiviteter: .....	8
Online Betting Industrien: .....	11
USA: .....	13
Selskabs og skatteforhold:.....	15
Resultater Bet-at-home .....	17
Vækst:.....	17
EBITDA: .....	18
Cash: .....	19
Udbytte:.....	19
Analytikere: .....	21
Konkurrentanalyse: .....	22
Vækst:.....	22
Marginer: .....	23
Balance: .....	24
Nøgletal: .....	24
Værdiansættelse: .....	27
Konkurrenter: .....	28
P/E: .....	29
EV/EBITDA: .....	30
DCF:.....	31
Konklusion: .....	33
Risici til casen:.....	34

### Om Bet-at-home:

Forfatterne bag denne Research Rapport har over de sidste par år brugt mange timer på at undersøge, researche og beskæftige sig med Bet-at-home (BAH). Vi købte i sommeren 2014 en større post i BAH da aktien var i ca. 40-45 Euro. Aktien er siden steget betragteligt. Dette er indtjeningen i BAH dog også og ud fra et risk reward perspektiv finder vi aktien endnu mere attraktiv nu end dengang.

BAH blev stiftet i 1999 i Østrig af Jochen Dickinger og Franz Ömer der stadig er større aktionærer og CEO's i dag. De startede med primært at fokusere på sports betting i Østrig. Efter hastig vækst i løbet af årene og udvidelse til mange lande blev også Casino og Poker taget ombord på platformen.

Aktierne i BAH blev noteret på Xetra børsen i Frankfurt i 2004 og har hidtil også haft en dobbeltnotering i Wien i Østrig, denne blev dog lukket i 2014 således aktien nu udelukkende kan handles i Frankfurt.

De første par år af BAH's børsnoterede historie stod på massiv vækst, kapitalforhøjelser og store investeringer i platformen, markedsføring og opbygning af det brand BAH har i dag

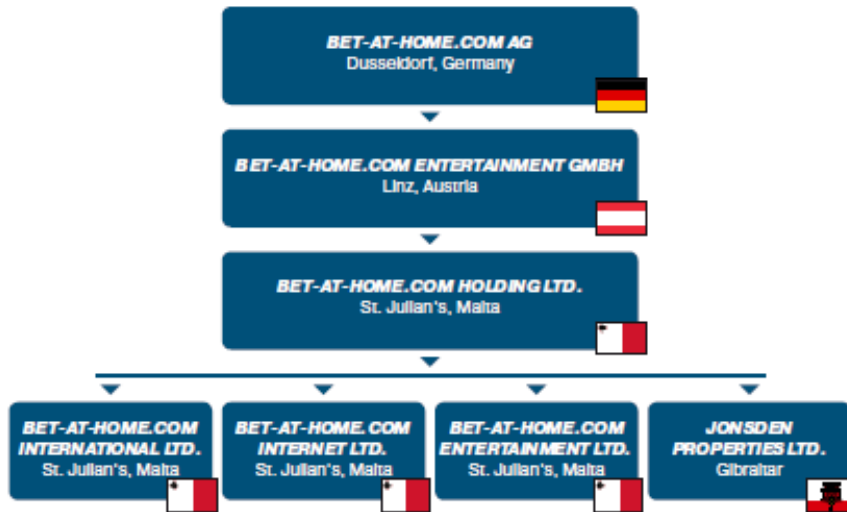
I 2009 foretog BAH en større kapitaludvidelse hvor det franske selskab Betclix Everest S.A.S kom ind som betydelig storaktionær med ca. 65 % af kapitalen. Siden da har BAH ikke haft brug for yderligere penge. Betclix er en ledende fransk specialist indenfor online gambling og sports betting og ejer også fysiske Casino i Monaco, Monte Carlo etc.

Det betyder meget for et selskab at have en stærk og stabil aktionærkreds. Ved at have Betclix inde som betydelig aktionær kan BAH fokusere på at levere langsigtet værdi for aktionærerne. Som man kan se af resultaterne er de meget lidt bekymrede for de enkelte kvartalsregnskaber etc. Men fokuserer på at øge brandets værdi, væksten og det langsigtede afkast til aktionærerne. De har haft de samme CEO's siden stiftelsen i 1999. Stabilitet er altafgørende for en god virksomhed.

En af konsekvenserne ved at BAH har en stå stor hovedaktionær er også at aktien får meget lidt opmærksomhed. Den bliver ofte ikke inddraget i sammenligninger i brancheanalyser etc. Fordi kun ca. 30 % af aktierne er i free float. Dette er intet problem for de langsigtede investorer som os der prøver at finde de oversete diamanter inden for aktieverdenen.

# Investor1989

Selskabskonstruktionen er opbygget således:



Kilde: Bet-at-home.com AG 2014 Annual Report

Som vi vil gennemgå i nærmere detaljer senere i denne research rapport er det vigtigt for Bettingselskaber at have de rigtige licenser og skatteforhold og være fuldstændig i compliance med de gældende regler. BAH har som de fleste andre bettingselskaber deres bettinglicenser på Malta. De betaler deres selskabsskatter her på ca. 5 % årligt og betaler herudover løbende moms, betting fees og andre skatter til de pågældende lande efter deres gældende regler.

## Investor1989

For et kort overblik over virksomheden:



Kilde: Factset Research

Ovenfor er vist et snapshot af selskabet fra Factset. Som det ses har aktien udviklet sig vanvittigt flot, men som det samtidig ses er aktien stadig voldsomt billigt vurderet på ovenstående analytiker anbefalinger. Og disse anbefalinger er baseret på vores research konservative – hvilket vi vil dokumentere senere.

## Brand:

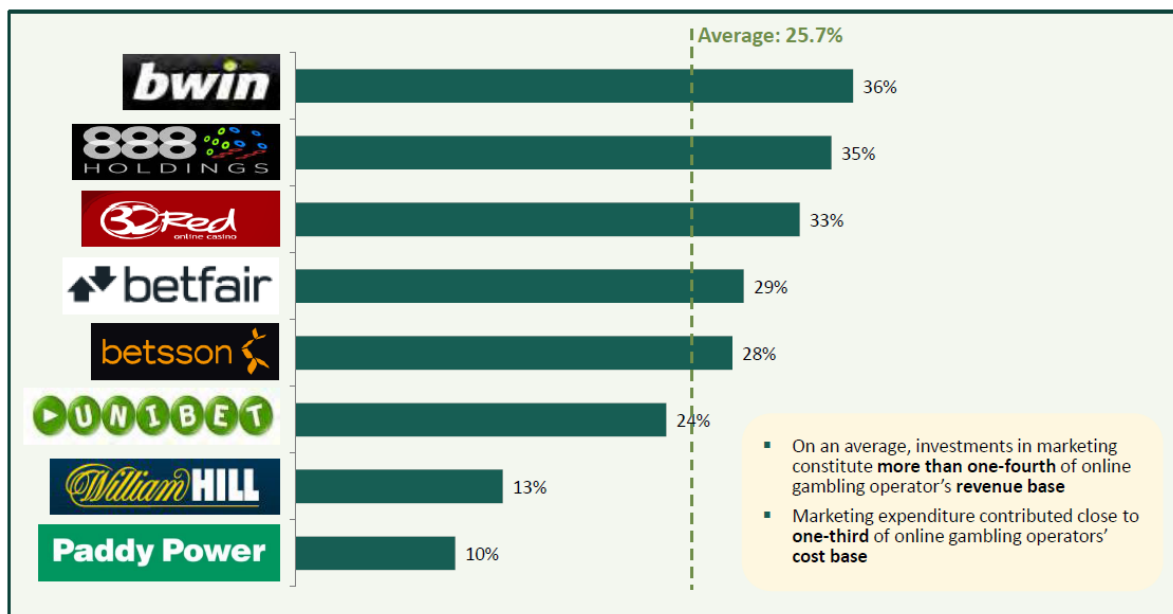
Et af de vigtigste parametre for at være et stærkt og dominerende bettingselskab er at have et stærkt brand hos forbrugeren. Den primære løsning på at få dette er ved store markedsføringsudgifter, sponsorater, bonusordninger og meget andet.

James Stocks & Co. har udgivet en analyse af bettingbranchen kaldet "Red Roses and Slain Dragons". Heri forudsiger de blandt andet at der vil ske en løbende konsolidering i bettingbranchen – dette har vi allerede set de første eksempler på over de sidste 6-12 måneder.

Den primære årsag hertil er, at for at opnå lave enhedsomkostninger og samtidig have råd til høje markedsføringsudgifter skal selskaberne have en hvis størrelse.

Bet-at-home har over årene brugt store summer penge på markedsføringskampagner samt på at etablere sit brand især i Østrig, Tyskland og Østeuropa som er de primære markeder for bet-at-home.

### Marketing Expenditure<sup>1</sup> as a % of Revenue – By Operator (FY2014)



Kilde: James Stocks & Co: "Red Roses and Slain Dragons"

Som det ses af ovennævnte gennemgang bruger bettingselskaberne en stor del af deres omsætning på markedsføring med i gennemsnit 25,7 %. BAH investerer endnu mere end dette. De sidste to år har BAH investeret ca. 40 % af deres omsætning i markedsføring. At de alligevel har hævet marginerne betydeligt skyldes deres enorme produktivitet som er uhørt i branchen og som vi vil vise mere om senere. Bet-at-home investerer kraftigt i deres brand og har fået opbygget et stærkt brand i branchen.

### Sponsoraktiviteter:

En del af disse midler bruges på forskellige annoncer og sponsorater.

Især i år med større sportsevents som VM eller EM i fodbold er Bet-at-home aktive med større kampagner.



Ovenfor ses et eksempel på deres annonce de kørte i forbindelse med fodbold VM sidste år i Brasilien.

Bet-at-home er blandt hovedsponsorer for fodboldklubberne Schalke 04, SV Ried og Austria Wien samt for nyligt et hovedsponsorat af Hertha Berlin:



Hertha Berlin



Investor1989



Schalke 04



SV Ried



Austria Wien

## Investor1989

Alle disse sponsoraktiviteter er med til at gøre Bet-at-home brandet stærkere og stærkere hele tiden og få flere og flere brugere til. Dette illustreres ved at Bet-at-home for nyligt fik over 4 millioner brugere. Det var kun få år siden man krydsede 3 millioner brugere. Awareness af BAH brandet øges konstant.

Udover disse fodbold arrangementer sponsorerer Bet-at-home også Tennis, håndbold, ishockey, skisport samt meget andet.



Velux – Champions League

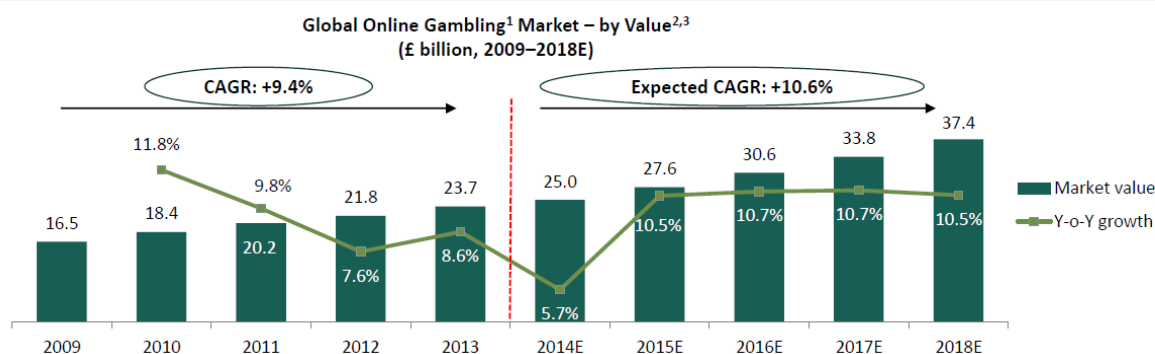


Som det ses af ovenstående billede har Bet-at-home deres egen tennisturnering i Hamborg kaldet Bet-at-home open som er en del af ATP turen. Dette er med til igen at vise BAH navnet overalt i tennisverdenen. Faktisk viser vores field research at netop Tennis er en meget populær sportsgren at bette på. Alt i alt er det vores konklusion at BAH har et stærkt brand og at de styrker det hele tiden. Indenfor bettingbranchen har firmaer ikke vigtige patenter, varemærker eller infrastruktur der beskytter firmaerne mod konkurrence. Det er primært brandets værdi og kundeoplevelsen der skaffer kunder.

## Online Betting Industrien:

Det vigtigste for at vurdere en aktie er at se på fremtidsudsigterne både for den enkelte aktie men også for den branche selskabet befinder sig indenfor. Vi har gennemgået den anerkendte research rapport "Red Roses and Slain Dragons" fra James Stocks & Co. Rapporten gennemgår de nyeste og vigtigste tendenser indenfor online betting:

### The global online gambling market is expected to grow at a CAGR of 10.6% during 2014–2018



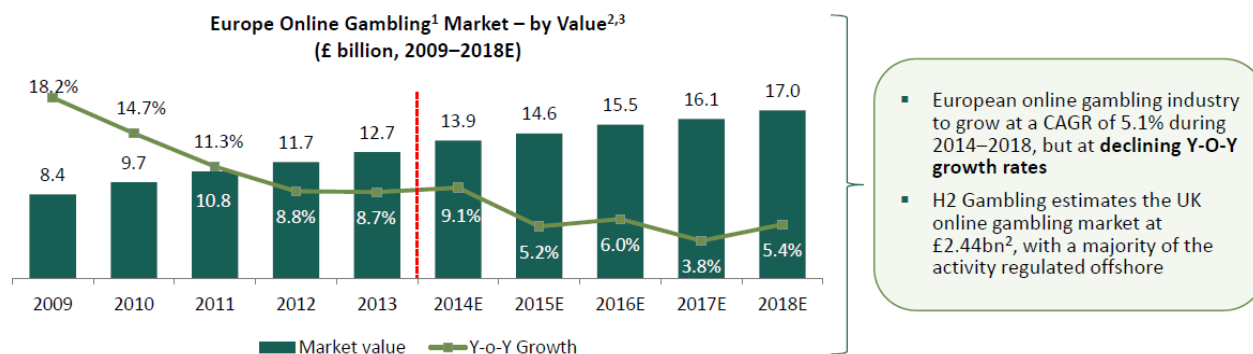
Som det ses af grafen ovenfor har bettingbranchen vokset med 9,4 % fra 2009 til 2013 og forventes at vokse 10,6 % fra 2014 til 2018. BAH er positioneret i en vækstindustri. Det er dog ret væsentligt at vide at dette er på worldwide basis. Europa er det mest "mættede" marked indenfor betting. Bet-at-home.com anerkender også selv disse tal og skriver i deres 2014 årsrapport:

#### Expansive growth of the online gaming industry

The global online gaming market continues on its record-breaking run – gross betting and gaming income has risen over the past ten years from USD 10.1 billion in 2004 to USD 39.5 billion in 2014, driven by strong growth in the industry and the general trend towards e-commerce. Given the attractive offerings and the broad-based acceptance of e-commerce, this trend will continue and thus help the gaming sector – which does not depend on the state of the economy – **achieve annual growth of 10.6% by 2018.**

BAH mener ligesom eksterne analyser vi har gennemgået, at online bettingbranchen vil vokse med 2 cifrede vækstrater de kommende 2-3 år. BAH er overbevist om at denne trend også vil fortsætte i årene fremover. Online-markedet er stadig meget underpenetreret i forhold til det fysiske spille marked og det generelle marked vokser løbende. Denne trend vil vi beskrive yderligere senere i rapporten og redegøre for hvorfor vi mener der er meget mere at komme efter i skiftet fra fysisk til online betting.

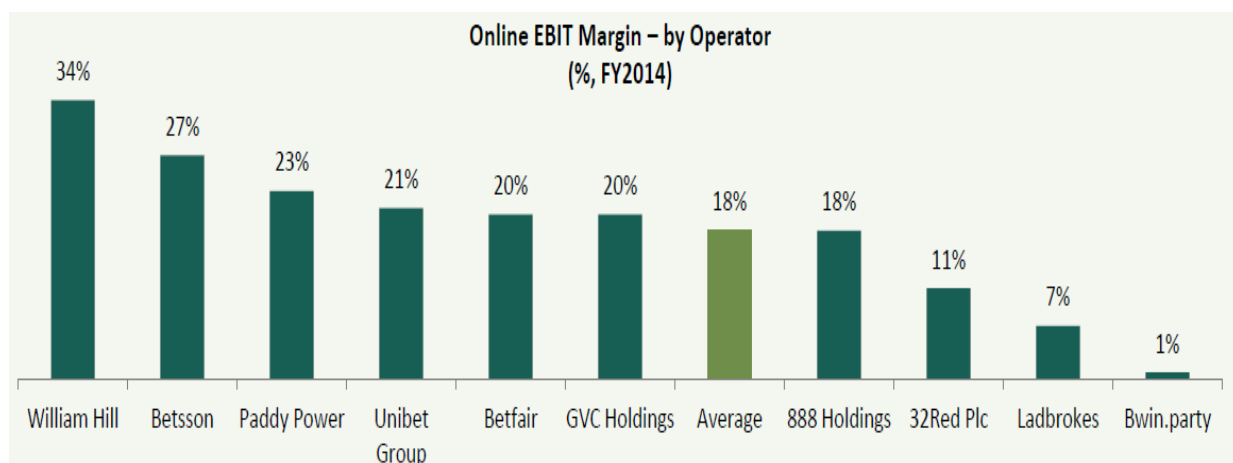
## Investor1989



Der er dog ret store forskelle på hvor de enkelte selskaber er positioneret henne. Eksempelvis ventes den Europæiske bettingindustri kun at vokse med lidt over 5 % fra 2014 til 2018. Det er dog primært lande såsom England og Italien der trækker ned da disse er meget modne markeder der har fået implementeret mere strikse regler og skatter som rammer væksten.

BAH er positioneret stærkt i lande som Østrig og Tyskland i Europa der har det rigtig godt, og har også en stærk position i Østeuropa, eksempelvis i lande som Polen og Slovakiet hvor væksten er højere. Det er derfor vores vurdering at BAH er geografisk godt placeret da de ikke er store i meget modne europæiske markeder som England og Italien.

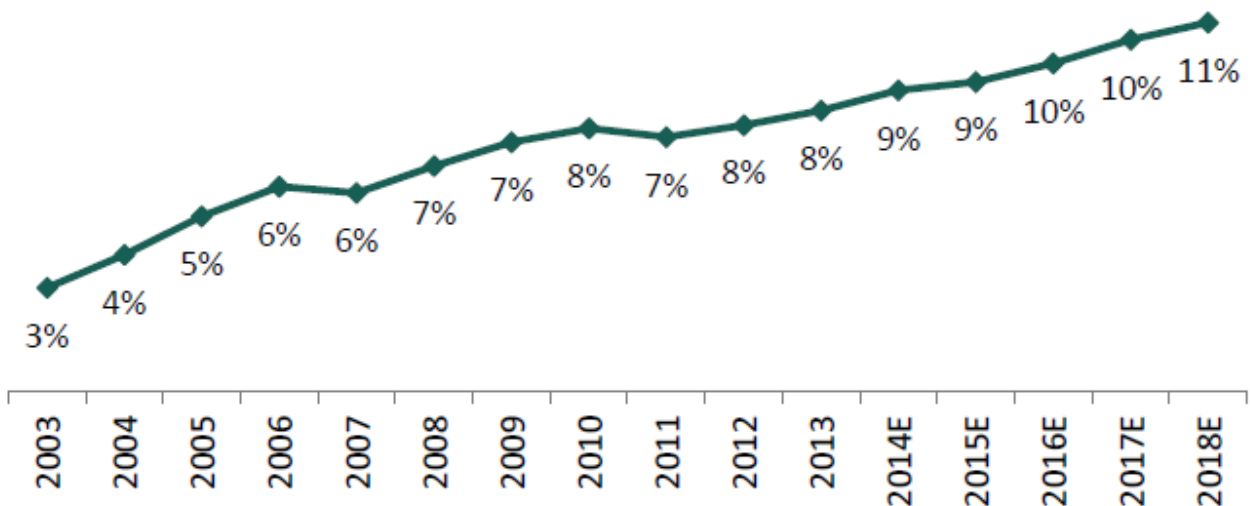
Nedenfor er vist EBIT marginer for udvalgte bettingselskaber.



Som vi vil se nærmere på i denne rapport smadrer BAH stort set alle disse bettingselskaber med deres marginer på over 30 %.

En vigtig udvikling er overgangen fra fysisk betting over til online betting. Nedenfor er vist et chart der beskriver hvor stor % del af de totale udbetalinger der sker fra online gaming ud af den totale gaming.

**Online Gaming Gross Win as % of Total Gaming Gross Wins – Global  
(\$ million, 2007–2010)**

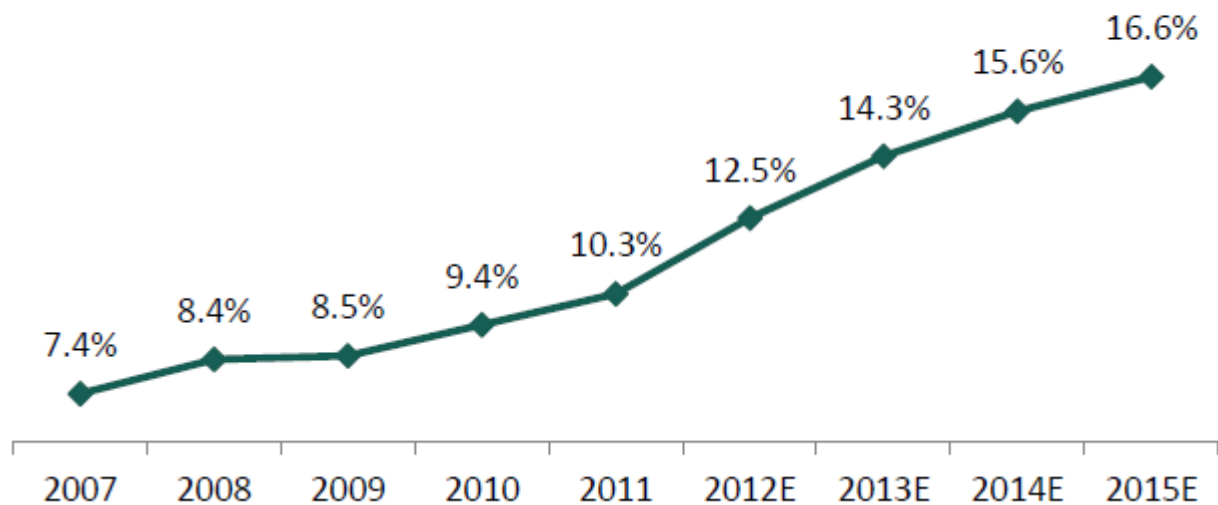


Som det ses er online betting vokset fra 3 % i 2003 til estimeret 9 % i 2015 og forventes at vokse til 11 % i 2018. Der er altså stadig meget store muligheder for at online betting kan tage flere markedsandele. Man skal dog huske at der altid vil være fysisk gambling. Det tæller primært fysiske Casino eksempelvis i Las Vegas og Macau. Omvendt er den lille spillekiosk Danske Spil har på hjørnet nok mere og mere ved at forsvinde.

### USA:

En spændende mulighed som nogle af de større bettingselskaber pt. er i gang med at opdyrke er den igangværende liberalisering af USA's lovgivning på området. Flere og flere starter såsom Nevada, New Jersey og Delaware har åbnet op og stater som Californien, New York, Illinois og Pennsylvania har igangværende drøftelser om at gøre dette. Større vækst i USA er et long shot, men det er helt sikkert nået som sker på et tidspunkt. Bet-at-home står klar til at udnytte denne mulighed når den kommer.

**Mobile Gaming as % of Global Online Gambling Market<sup>2</sup>  
(2007-2015E)**



Det sidste chart vi har valgt at tage med ovenfor viser hvor stor en andel mobile udgør af total online gaming. Dette er en trend som forventes at fortsætte. Ikke kun indenfor betting og sports betting men inden for gaming generelt. Sådelt Social Gaming etc. er trends som forudsættes at vokse dramatisk de kommende år i takt med at smartphones og billigt internet udbredes.

Bet-at-home står igen stærkt i forhold til at udnytte disse muligheder.

Alt i alt er det vores konklusion at BAH er positioneret indenfor en stærk branche der har en god fundamental underliggende vækst. BAH står stærkt indenfor denne branche med deres brand til at udnytte muligheder der vil opstå.



### Selskabs og skatteforhold:

Et af de områder vi har brugt den største tid på i vores due diligence har været at analysere selskabs- og skatteforhold indenfor bettingbranchen. Dette er et meget kompleks og stort område som vi har brugt meget tid på at gå igennem. Vi vil ikke kede jer med alle detaljerne men nævne de vigtigste tendenser som påvirker bet-at-home:

Grundlæggende skal selskaber betale selskabskat de steder hvor de er lokaliseret. Da de fleste bettingselskaber har deres licenser på Malta, Gibraltar, Isle of man etc. er det der skatten betales. Denne er ofte lav 3-7 %. Omvendt er flere og flere lande begyndt at kræve moms og andre skatter af bettingindkomst upfront i de lande hvor de tjenes.

Vi har gennemgået skatter og øvrige lovgivning indenfor betting i alle de største EU-lande. Vi vil primært sætte fokus på Tyskland her, da det er det største marked for bet-at-home:

*The regulation of gambling in Germany is a mixture of centralised and decentralised legislation with federal, local or a combination of regulation applying dependant on product type.*

*Lotteries, gaming machines and betting products are regulated across the Lander by either federal regulation or unifying legislation though with regard to the latter there are cases where individual Lander divert from the consensus. Bingo halls are not permitted and there is a state monopoly on lotteries.*

*Horsereacing and sports betting are regulated under the federal act Rennwett- und Lotteriegesezt (Horsereacing and Lotteries Act). This act applies to all 16 Lander setting a taxation level of 5% on turnover. As an example of Lander diverting from the consensus, Schleswig Holstein introduced a concession fee system of 20% on the hold.*

*Casinos are regulated at a state level either by private companies or a state monopoly. The fees and taxation vary between states up to 90% of gross win in some cases though margin pressure is reduced as employee salaries are largely covered by tips. In Berlin both casinos are part of the state monopoly.*

*Gaming machines do not fall under gambling law but are regulated by the federal Act Gewerbeordnung (industry code). Tax is set by the Lander at either 16% of turnover or in the case of Berlin an entertainment tax (Vergnügungssteuergesezt), which is 20% of gross win where the machine has a tamperproof system. Where the system is not installed the tax is just over €1.3k per machine per month.*

*Germany differs from many member states in the EU27 in that each Lander has its own lottery. However, pooling liquidity between states is permitted. Germany is also a member of the Euro Jackpot EU27 lottery, made from a prize Pool generated by players in Denmark, Estonia, Germany, Italy, Netherlands, Slovenia and Spain.*

*Lottery taxation is 20% on sales but small charitable lotteries with sales under €40k are exempt.<sup>1</sup>*

---

<sup>1</sup> "Benchmark of Gambling Taxation on License Fees in Eight European Member States" – Gambling Capital

## Investor1989

Som det ses af linket ovenfor har Tyskland flere forskellige skatter på deres produkter og der kræves licenser forskellige steder for at opnå godkendelser.

Siden rapporten kom har Tyskland yderligere indført en direkte moms startende 1/1 2015 på online casinos etc. Dette har også ramt BAH – de har dog justeret flot til disse ændringer.

*In Germany income tax is not payable on winnings from games of chance. However, a Cologne financial court ruled in 2012 in the case of Eduard Scharf, a professional poker player that he had to pay income tax on his winnings as it was classed as commercial income linked to personal skill.*

*Taxation in Germany varies across all products from land-based taxation with the exception of sports and horserace betting with the former taxed at 5% on turnover for both the land-based and interactive equivalent. Interactive gambling is only permitted for sports betting, live casino games and the lottery monopolies outside of Schleswig Holstein.*

*In Schleswig Holstein the taxation is set at 20% of gross win across the board including in land-based betting shops. This is significantly lower than the rate of 5% of handle on sportsbetting in the other 15 Lander, and the application of the land based casino rate for live casino games.*

*However, in terms of market significance Schleswig Holstein population accounts for just c. 3% of the total German population. Furthermore, the new coalition government is seeking to join the other 15 Lander under the 2012 State Treaty. However, they may encounter some difficulties as a number of interactive license have already been awarded in the sector. On 24 January 2013 Schleswig-Holstein voted to cancel the law on interactive gambling as such there are no longer any license application fees. Prior to this the casino fee was between €2k and €12k and the sportsbetting fee was between €2.5k and €15k. These vary significantly from the land-based fees in Berlin, which range depending on product (see section 2).*

*An annual fee is payable for Interactive licenses in the other 15 Lander (Interstate Treaty), this is based on operator turnover. Up to €30m turnover is 0.1%, from €30m to €50m is 0.8%, from €50 to €100m is 0.05% and over €100m is €71k plus 0.03%. The annual fee is discounted by 10% for subsequent years. In addition half of this fee is payable for issuing the licence based on business forecasts. There is also an additional ordinance fee of €500 to €500k.*

*In line with what is outlined for commercial bookmakers in section 2 above in Berlin they are required pay an additional license fee of 0.1% of gaming capital (the total of predicted bets placed / lottery tickets).<sup>2</sup>*

Som sagt har vi brugt en del tid på alle disse regler og ændringer. Vores primære fokus har været, at se på hvordan BAH er stillet i forhold til konkurrence, eksterne skatteforhold etc. Herudover har vi kørt et hav af forskellige simuleringer af BAH's indtjening under forskellige skatte- og momsforhold. Dette for at teste BAH's følsomhed overfor ændringer. Vi kan ikke lide at investere i firmaer som er ekstremt følsomme overfor begivenheder vi ikke kan kontrollere. Derfor er vi trygge ved at have lavet disse følsomhedstest af BAH og deres indtjeningsevne som er stærk selv i ekstreme forhold.

Vi vil ikke gå dybere ind omkring selskabs- og skatteforhold – da vi ikke vil kede jer ihjel. De der har interesse i emnet vil vi hellere end gerne supplere med yderligere data.

---

<sup>2</sup> "Benchmark of Gambling Taxation on License Fees in Eight European Member States" – Gambling Capital

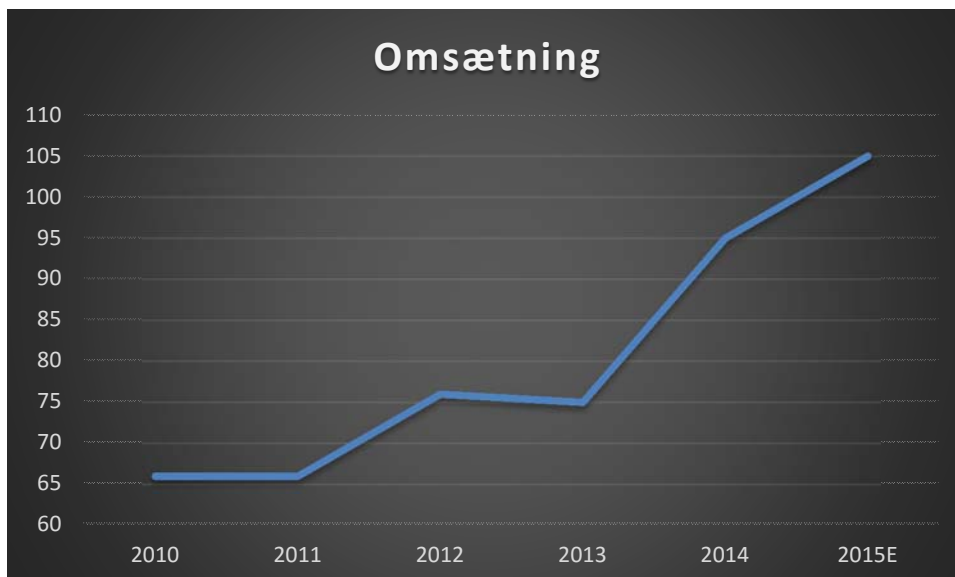


### Resultater Bet-at-home

Bet-at-home har over de seneste par år leveret intet mindre end fantastiske finansielle resultater. Dette skyldes over alt andet end massiv produktivitetsudvikling. Selskabets omsætning er vokset støt ligesom markedsføringsudgifterne er. Samtidig har selskabet formået at holde deres omkostning til personaleudgifter og andre eksterne omkostninger helt i bund. På den måde formår selskabet at bruge penge på ting der skaber værdi og sørger for at holde udgifterne til ikke værdiskabende aktiviteter i bund.

#### Vækst:

Selskabets omsætning er steget flot de seneste mange år som illustreret af chartet nedenfor.



En ting som er vigtig at forstå når man analyserer bettingselskaber, er at omsætningen oftest stiger massivt hvert andet år når der er enten VM eller EM i fodbold og derefter flader lidt ud igen efter. Den underliggende omsætningsvækst organisk et selskab har inden for branchen bør dermed ses over minimum en 2 årig periode og helst længere.

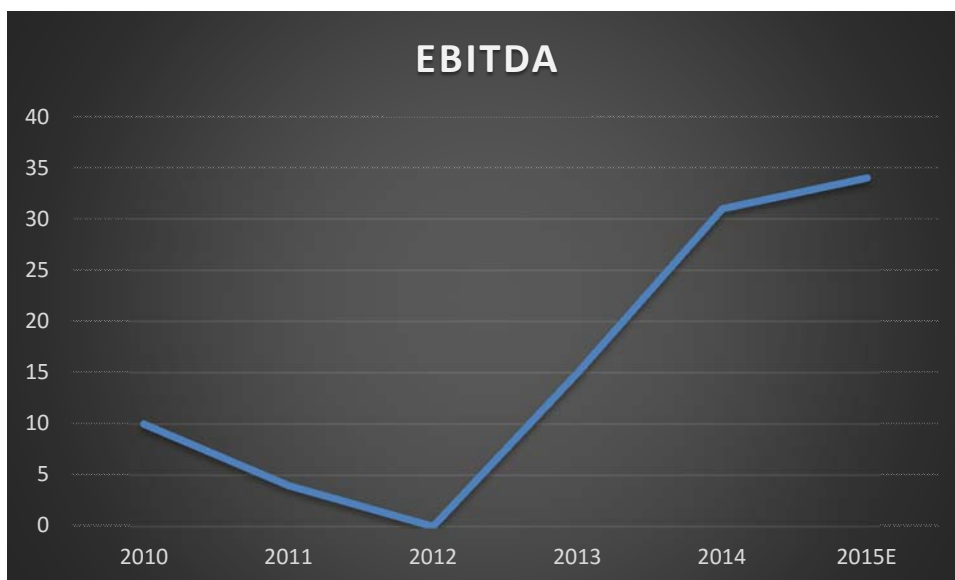
Dette bedst illustreret ved selskabets vækst i 2012 på 14,2 % og 2014 på 26,9 %. Mere imponerende er næsten væksten i 2015 som forventes på ca. 10 %. Dette oveni den flotte stigning i 2014 og viser det voldsomme momentum BAH har for tiden.

I 2016 vil der være europamesterskab i fodbold som helt sikkert også vil medføre en god stigning i omsætningen, især henover sommeren.

## Investor1989

### EBITDA:

Ser man på selskabets EBITDA ser udviklingen endnu bedre ud. Normalt er vi ikke fortalere for at anvende EBITDA som målestok, fordi afskrivninger efter vores mening er en reel udgift og ikke noget som bare skal ignoreres. BAH har dog stort set ingen afskrivninger da de stort set ingen anlægsaktiver har, derfor er EBITDA en god målestok for hvor godt selskabet performer:



Som det ses brugte BAH de første 3 år efter Betclis købte sig ind i 2009 til at investere kraftigt i markedsføring og udbygning af platformen og brandet. Fra 2013 og frem hvor vi begyndte at få øje på aktien har de nu nået den skala de skal have for at skabe vedvarende profitabilitet. Det er denne fantastiske vækst og indtjeningsevne vi endnu ikke mener bliver afspejlet i selskabets aktiekurs. Vi kan generelt godt lide aktier hvor et selskab har investeret kraftigt flere år i træk i sin forretning, produktudvikling, mennesker, brand etc. Og så komme ind når profitabiliteten kommer. Når denne kommer, har den nemlig oftest en fantastisk styrke fordi selskaberne har brugt mange år på infrastrukturen. BAH er et klassisk eksempel herpå.

Som det ses af grafen har selskabet formået at lave den bedste EBITDA i selskabets historie i 2014 og forventes at overgå dette i 2015. Dette på trods af at der fra 1. januar 2015 blev indført moms på betting i Tyskland som har givet selskabet større udgifter. Markedet var generelt bange for dette i starten af 2015 og forventede at selskabets EBITDA ville falde fra 31 millioner euro sidste år til ca. 25 millioner euro i år. Selskabets har gjort alle analytikere til skamme og konsensus er pt. omkring 33-34 millioner Euro i EBITDA i år.

## Investor1989

### Cash:

Et selskabs evne til at tjene penge er ikke det vigtigste hvis ikke det kan genererer kontanter.

Her har BAH en enestående evne til at konvertere hele indtjeningen direkte på bundlinjen og oftest mere til. Dette skyldes at selskabet har negativ arbejdskapital og ikke binder penge i anlægsaktiverne. De eneste væsentlige udgifter er til markedsføring og disse går i resultatopgørelsen med det samme.

EBITDA	10	4	0	15	31	34
Free cash flow	11	5,2	-0,6	19,5	24,1	36,2
Conversion:	110,0%	130,0%	N/A	130,0%	77,7%	106,5%

Som det ses af ovenstående chart har selskabet en høj cash conversion rate dvs. deres indtjening bliver også forvandlet til kontanter. Dette er væsentligt, for alt for mange selskaber har høj indtjening men intet cash flow. Når der ikke leveres cash flow – vil der i sidste ende ingen penge flyde til ejerne.

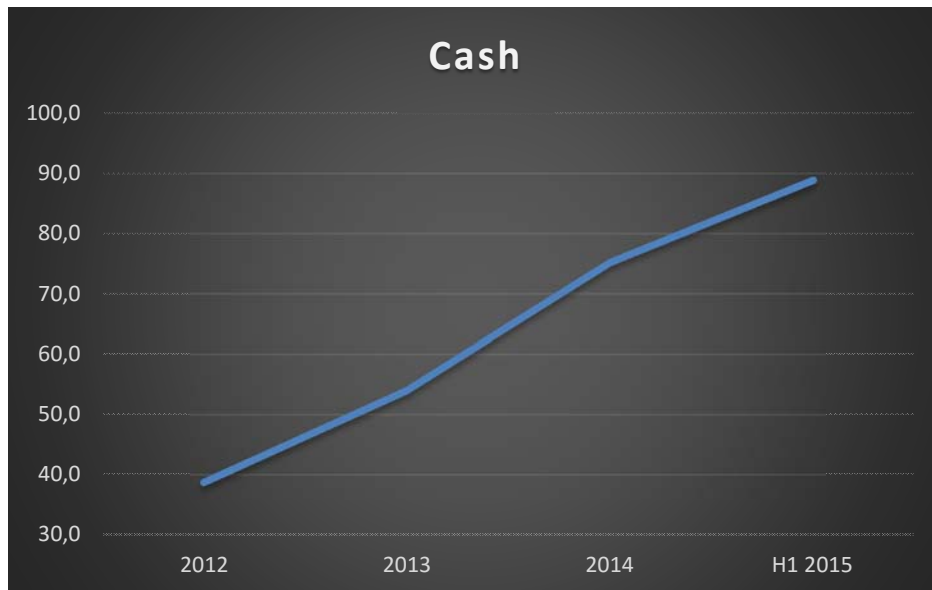
### Udbytte:

BAH startede i 2012 på en udbyttepolitik som de aggressivt har øget de sidste par år. Deres udbytter er stadig alt for lave i forhold til indtjeningen, det er dog min klare forventning at selskabet vil fortsætte med aggressivt at hæve sit udbytte år efter år indtil deres payout ratio er meget høj. Dette i sig selv mener vi vil drive aktiekursen massivt opad fordi mange investorer elsker aktier med høj dividend yield og vækst i dividenden.

År	DPS
2012	0,6
2013	0,8
2014	1,2
2015E	2,0

Som det ses har BAH løbende hævet deres DPS (dividend per share) med ca. 50 % årligt. For 2015 forventer analytikerne ca. 2 Euro i udbytte svarende til et direkte udbytte på 2 % af den nuværende aktiekurs. Bet-at-home har ingen væsentlige udgifter og har derfor samlet en del kontanter op i de sidste par år. Det er som sagt vores forventning at selskabets udbytte vil vokse aggressivt i de kommende år, simpelthen fordi selskabet ikke har noget at bruge de mange penge på.

## Investor1989



Som det ses er selskabets kassebeholdning steget år for år de seneste par år. Ultimo 2015 er det forventet at de har ca. 100 millioner Euro i kontanter eller ca. 28,5 Euro pr. aktie eller ca. 29 % af hele selskabets markedsværdi.

Disse penge ligger ikke og samler støv. Størstedelen er lånt ud til Betclit til ca. 4 % i rente. Dette er selvfølgelig ikke et godt afkast af investeringen og derfor ser jeg også helst ser at selskabets skruer højere op for udbyttet og returnerer pengene til aktionærerne.

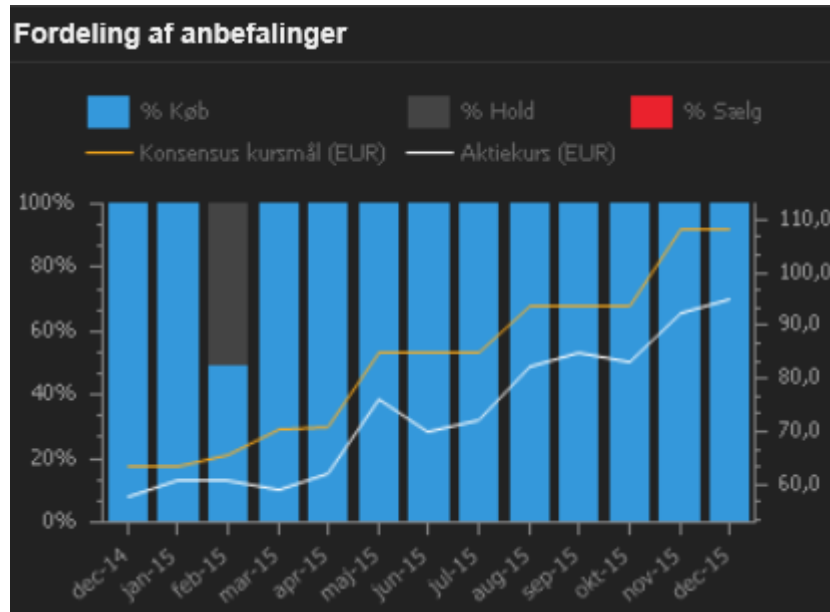
BAH foretager investeringer på den lange bane. Der er flere spændende markeder i Østeuropa som er ved at legalisere og liberalisere deres betting industri. Herudover åbner flere og flere stater i USA op for indtrængere der. BAH sørger derfor for at investere langsigtet og have kapital klar til at investere i attraktive muligheder når de opstår.

At selskabet nu har opbygget en stor "krigskasse" og reserve til at slå til på strategiske muligheder og samtidig nu kan begynde at returnere flere og flere penge til aktionærerne er en af mine teser for hvorfor kursen vil stige kraftigt. Markedet kan godt ignorere et selskab der tjener mange penge over en periode. Men når de pludselig har høje dividend yields vil kurserne begynde at reagere.

## Investor1989

### Analytikere:

Der er 3 analytikere der pt. følger BAH aktien. De har som vist nedenfor alle sammen en købsanbefaling på aktien.



Kilde: Factset Research

Som det ses er det gennemsnitlige kursmål kun omkring 110 Euro. Vi har dog nævnt flere gange i vores analyser og gør det nærmest hver gang. Kig på hvad analytikere mener (køb, hold eller sælg), kig aldrig på deres kursmål. Analytikere der har en købsanbefaling placerer sig 10-20 % over kursen og justerer løbende, og analytikere med salgsanbefalinger placerer sig lidt under kursen og justerer løbende. Ingen analytikere tør stikke halen ud og sige "den her aktie skal doble inden for x måneder". Det tør vi godt gøre.

## Konkurrentanalyse:

Som vist i foregående afsnit har BAH leveret nogle virkelig flotte resultater. For at se hvordan BAH klarer sig i konkurrence med konkurrenterne har vi lavet en overordnet sammenligning herunder:

Der er 3 analytikere der følger Bet-at-home. Deres rapporter kan læses gratis via selskabets hjemmeside.

Hvis ikke andet er oplyst er data fra konkurrentanalysen fra **factset research**.

## Vækst:

Det klart vigtigste for en god virksomhed er dens evne til løbende af vokse omsætningen. Uden vækst i omsætningen vil et selskab have svært ved over lang tid at kunne levere værdi for aktionærerne. Vi har analyseret på 4 af BAH's konkurrenter

Vækst:	2011	2012	2013	2014	2015	Valuta	Gns:
Bwin:	95,8%	8,4%	-14,7%	-11,0%	-15,3%	GBP	12,6%
Betsson:	8,3%	26,9%	12,4%	22,5%	22,3%	SEK	18,5%
Ladbrokes:	-0,4%	11,1%	3,1%	5,1%	-0,7%	GBP	3,6%
888 Holdings:	21,7%	14,8%	8,0%	7,8%	8,5%	GBP	12,2%
Bet-at-home:	0,7%	14,2%	-1,1%	26,9%	9,4%	EUR	10,0%

Når man læser ovenstående skal man være opmærksom på 2 ting. Bwins vækst var primært høj i 2011 pga. et større opkøb i 2010 som slog igennem. Deres gennemsnitlige performance er selvfølgelig påvirket heraf. Betsson og 888 Holdings tal er påvirket af at begge selskaber også har lavet en del opkøb. Det er altså ikke ren organisk vækst. Herudover er betssons vækst også påvirket positivt af at SEK er faldet i perioden. Hvis man renser for disse ting er det vores konklusion at Betsson, 888 Holdings og Bet-at-home har været de bedste med organisk vækst omkring 10-11 % hvert som overgår Bwin og Ladbrokes.

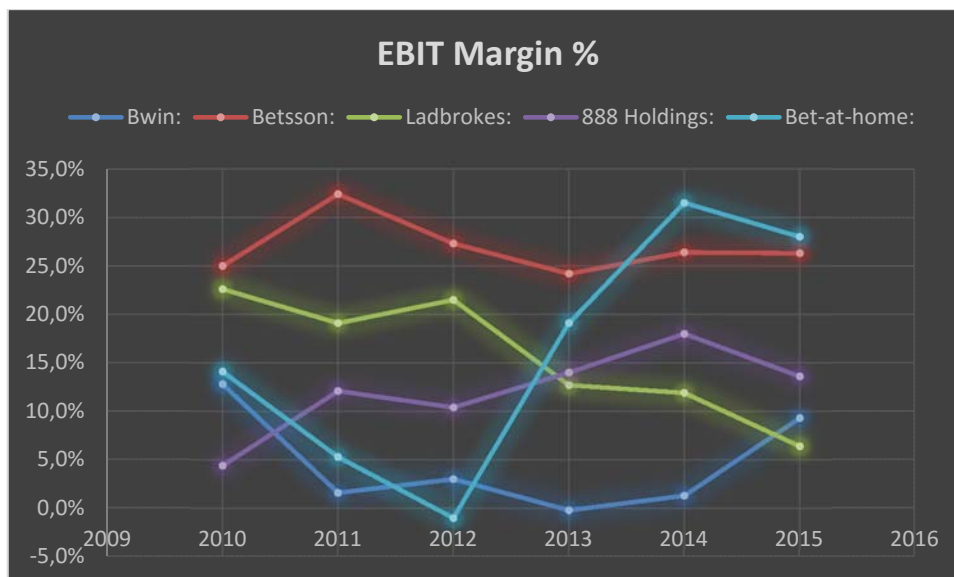
## Investor1989

### Marginer:

En anden vigtig ting er selskabernes marginer og dermed evne til at tjene penge. Vi har analyseret på disse marginer.

Margin (EBIT):	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Bwin:	12,8%	1,6%	3,0%	-0,2%	1,3%	9,3%
Betsson:	25,0%	32,4%	27,3%	24,2%	26,4%	26,3%
Ladbrokes:	22,6%	19,1%	21,5%	12,7%	11,9%	6,4%
888 Holdings:	4,4%	12,1%	10,4%	14,0%	18,0%	13,6%
Bet-at-home:	14,1%	5,3%	-1,0%	19,1%	31,5%	28,0%

Det er oftest nemmere at analysere marginer grafisk. Vi kan grafisk illustrere marginerne i de 5 selskaber således:



Som det ses ovenfor er BAH gået fra at være en af de dårligste performerende aktier på EBIT margin til at blive stjernen de sidste 2 år. Det viser igen den imponerende værdiskabelse ledelsen har skabt i BAH.

Det vigtige er dog ikke kun hvad et selskab bruger af penge, men også hvad de bruger dem på. Vi har derfor taget de 3 selskaber med de højeste marginer og splittet udgifterne op som vist nedenfor.

2014	Personnel:	Other:	Marketing:
Betsson:	14,8%	14,5%	28,4%
888 Holding	28,0%	19,7%	29,0%
Bet-at-home:	15,1%	13,7%	43,0%

## Investor1989

Denne tabel viser hvorfor BAH skaber høj værdi for aktionærene. De holder deres omkostninger til personaleudgifter og øvrige udgifter helt i bund. Samtidig bruger de en massiv mængde penge på markedsføring for at holde væksten høj og styrke brandet.

Den opmærksomme læser vil undre sig over at Betssons EBIT margin ikke er højere når man lægger tallene på forrige sammen. Dette skyldes at betsson har købt mange virksomheder og har høje afskrivninger herpå.

### Balance:

Et selskabs styrke måles ud over dets indtjening og dets cash flow også på dets balance sheet. Vi har taget et kig på hvordan de forskellige selskaber har finansieret sig selv. Dette er vist nedenfor. Negative værdier illustrerer at selskabet ingen gæld har men har penge på bogen.

Nettogæld:	2012	2013	2014	MC	Debt/MC	
Bwin:	-139	-136	-118	1060	-11,1%	GBP
Betsson:	-113	-151	51	20200	0,3%	SEK
Ladbrokes:	387	398	377	1187	31,8%	GBP
888 Holdings:	-52	-72	-105	655	-16,0%	GBP
Bet-at-home:	-40	-60	-80	344	-23,3%	EUR

Til sidst har vi sammenlignet selskabernes 2014 likvide position sammenlignet med deres nuværende markedsværdi. Dette for at illustrere styrken af selskabets balance. Som det ses ovenfor har Ladbrokes den dårligste balance med en nettogæld der svarer til ca. 32 % af deres balance sheet. Omvendt har Bet-at-home den bedste balance med hele 23,3 % af deres nuværende markedsværdi placeret i likvider. Igen kan vi her konkludere at BAH igen er i toppen af branchen.

### Nøgletal:

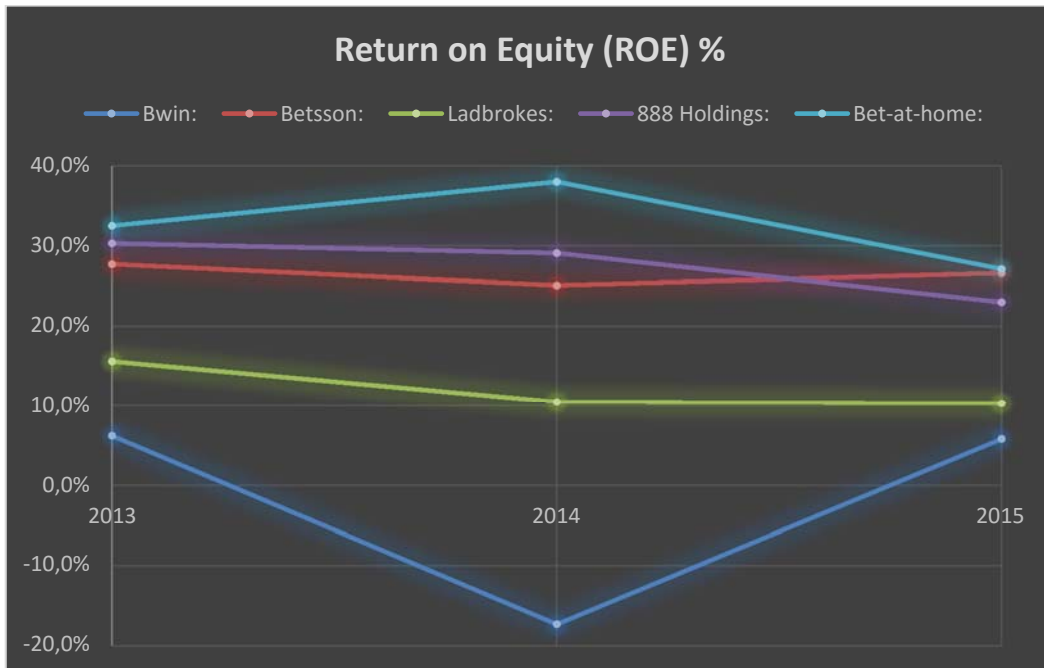
En anden vigtig ting for at vurdere et selskab er at se hvilke afkast det leverer af den investerede kapital. Hvorfor er dette så vigtigt? Dette er det fordi evnen til at forrente aktionærernes kapital (egenkapitalen) og den totale kapital inklusiv gæld (invested capital) fortæller noget om ledelsens evne til at skabe værdier ud af den kapital de får stillet til rådighed.

Vi har set på de to vigtige nøgletal ROE (return on Equity) og ROIC (Return on invested capital) for alle 5 selskaber.



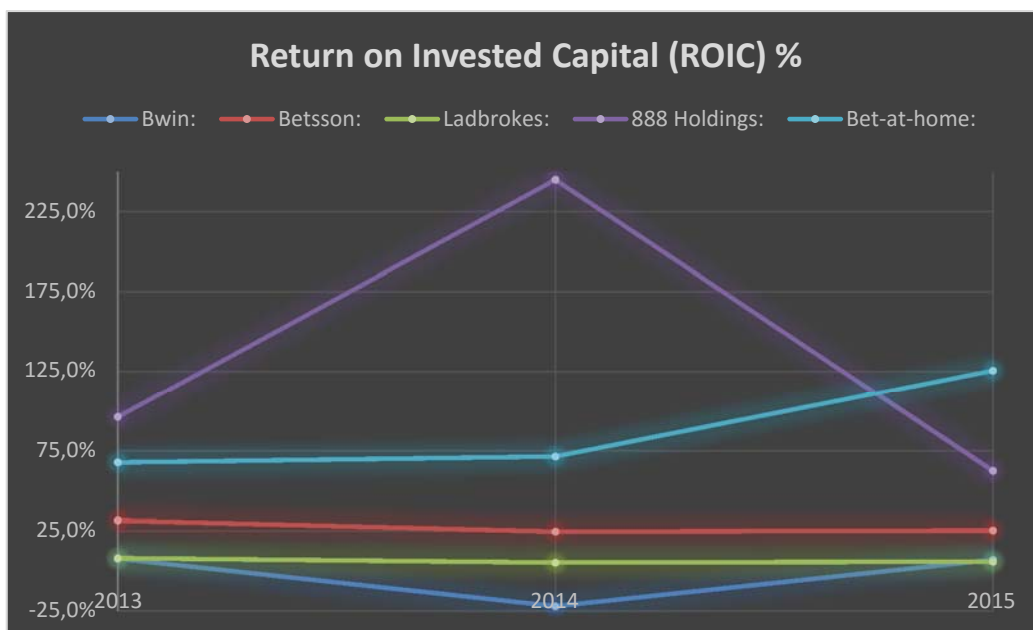
## Investor1989

Først, lad os tage et kig på selskabernes ROE:



Ovenfor er vist de 5 forskellige selskabers egenkapitalforrentning ROE. Denne forrentning er vigtig for den viser som sagt hvordan ledelsen forrenter aktionærernes egenkapital. Som det ses har Bet-at-home igen den højeste forrentning af alle selskaberne marginalt over Betssons. Man skal dog her huske på de to selskabers balance sheet hvor Betsson opererede med gæld og BAH med en større kontantbeholdning. At BAH på trods af en høj kontantbeholdning konstant forrenter sin egenkapital med +25 % er imponerende.

Men hvad så med ROIC?



## Investor1989

Dette chart viser hvor imponerende BAH's performance er og hvorfor vi betragter BAH som den ultimative branchevinder. Selskabets ROIC er steget fra imponerende 68 % i 2013 til hele 126 % i 2015. Hvordan forrenter man sin investerede kapital med så høj en forrentning? Dette gør man primært ved stort set ingen kapital at have. Og heri ligger den meget imponerende styrke i BAH. De har ingen anlægsaktiver, de har ingen arbejdskapital etc. Al deres indtjening er ren cash og den cash genereres uden aktiver. Hele selskabets egenkapital er rene likvider og BAH kunne reelt operere uden egenkapital og stadig uden gæld og stadig levere flotte resultater hvis det ville.

Konklusionen på konkurrentanalysen er at BAH er hvis ikke det bedste så i hvert fald blandt de klart bedste bettingselskaber målt på samtlige nøgletal. Efter vores mening er BAH den absolutte branchevinder der genererer højest organisk vækst, marginer, afkast af kapitalen samt gør det uden gæld og med en stor kontantbeholdning. Det er unikt og er grunden til hvorfor vi er så bullish på Bet-at-home.

### Værdiansættelse:

Hvordan skal BAH værdiansættes? Som vi har vist i analysen er BAH blandt vinderne indenfor bettingbranchen. Det er svært at sige hvem der er det bedste bettingselskab og hvem der har den bedste geografiske placering i markedet. Vi mener dog at have påvist at BAH er blandt de bedste i forhold til vækst, returns, omkostninger og brand. For at værdiansætte BAH giver det dermed mening at se på hvordan alle konkurrenterne er værdiansat.

En af de primære årsager til at analytikerne i BAH efter min mening skyder EPS for lavt fremadrettet i BAH er at de:

- Regner med at deres Tax-rate stiger fra ca. 5 % i 2013+2014 til 15-25 % fremadrettet.

Her har de enten misforstået det nuværende skattesystem som gennemgået tidligere i denne rapport, eller de forudsætter simpelthen voldsomme stigninger som ikke har vist sig endnu. BAH har fået skattestigninger og især momsstigninger, men disse er allerede trukket ud af deres gross to net betting revenue. Så det er forkert af analytikerne at de igen bruger en høj +15 % tax rate på bunden. For at være sikker spurgte vi selskabets IR chef Klaus Fahrnberger herom:

*“The reason is based in the Maltese taxation, where a company pays +30 % taxes during Q1 to Q3, by getting a huge tax refund in Q4. Effective tax rate assumptions:*

*In general: the higher EBT (earnings before taxes) we generate on the group level, the lower will be the corporate tax rate, as more earnings are generated in Malta than in Austria, where the corporate tax rate is 25%. In the case, where we would generate no EBT in Malta (where the operating sportsbetting and casino entities are located) the group rate will be at 25%, because of Austrian earnings. Earnings in Austria are only generated by the allocation of services, the Austrian company provides for the Maltese companies (marketing, IT, finance, etc.)*

*So for this financial year and the following years, a corporate tax assumption between 5 % - 10 % at the end of each financial year would be realistic.*

*Klaus”*

Vi har valgt at anvende en 7,5 % tax rate i vores modeller hvilket er højere end de 5-6 % de har haft de sidste par år.

- Analytikerne regner med faldende marginer:

## Investor1989

De fleste analytikere regner med at BAH får markant faldende marginer engang ude i fremtiden. Analytikerne har ikke noget specielt at have dette i. De forudser således at BAH holder høje EBITDA marginer omkring de 30 % i 2015-2017. Men for at deres modeller ikke skal være alt for optimistiske regner de med at marginerne derefter falder med 1/3 ned til 20 % i 2027. Der kan være forskellige momsforhold eller forskellige ændringer der rammer, men som vi har vist tidligere er det ikke kun BAH der har høje marginer. Mange i branchen har. Vi regner med at selskabet kan holde stabile marginer fremover. BAH investerer massive 40 % af omsætningen i markedsføring, så kan de også formå at lave leverage herpå, ser vi intet faresignal for at deres marginer pludselig vil falde massivt.

### Konkurrenter:

For at finde ud af hvordan branchens P/E multipler er har vi set på den direkte upsidemulighed i bet-at-home. Som det ses af nedenstående tabel har vi set på P/E multiplen for de 4 primære konkurrenter der også er børsnoteret og set på disse multipler for 3 år sammenlignet med analytikernes estimater for Bet-at-home.

Værdiansættelse	2015	2016	2017
Bwin:	44,2	38,7	36,3
Ladbrokes:	26,6	17,4	13,5
Betsson:	22,3	18,1	16,5
888 Holdings:	23,4	18,1	16
Gennemsnit:	29,1	23,1	20,6
Gns. Uden Bwin:	24,1	17,9	15,3
Bet-at-home:	14,7	13,8	12,2
Upside 1	98,1%	67,2%	68,6%
Upside 2	61,0%	77,2%	79,6%

Som det kan ses er der som minimum en upside på mellem 61 % og 98 % alene ved at bet-at-home får samme værdiansættelse som gennemsnittet af deres konkurrenter. Da vi mener der er over 100 % upside i aktien skyldes dette at vi mener estimaterne for BAH er for konservative. Dette har vi haft ret i de sidste 3 år hvor analytikerne gang på gang har ramt for lavt. Dette vil de fortsætte med.

## Investor1989

Vi har værdifastsat BAH ud fra 3 metoder:

- P/E
- EV/EBITDA
- Discounted Cash flow

For at værdiansætte BAH er det vigtigt først at sætte de forudsætninger op der anvendes i analysen. Først ser vi på selskabets omsætning. Vi tager udgangspunkt i hvad de 3 analytikere der følger aktien estimerer:

Omsætning:	2015	2016	2017
Warburg:	96	108	108
Oddo:	98	100	107
H & A*:	105	118	128
Gennemsnit:	100	109	114

Disse tal er taget fra analytikernes egne rapporter. Ved H&A er det vores udgangspunkt at de har anvendt gross betting som omsætning i stedet for net betting. Vi har derfor i tallene ovenfor allerede fjernet 10 % af deres omsætningsestimater.

### P/E:

Den første metode vi anvender til at værdifastsætte BAH er via en P/E model:

Resultat:	2015	2016	2017
Omsætning:	100	109	114
EBIT	30	32,7	34,2
Margin:	30%	30%	30%
Financial:	2,4	4	5,5
EBT:	32,4	36,7	39,7
Tax (7,5 %)	-2,4	-2,8	-3
EAT:	30	33,9	36,7
Shares:	3,5	3,5	3,5
EPS:	8,6	9,7	10,5

Vi har opstillet ovenstående resultatopgørelse for 2015 – 2017 som vi finder realistiske og fair forventninger. Når vi har et 2017 EPS estimat kan vi også lave en fair value beregning:

## Investor1989

EPS:	10,5
P/E	22
Værdi:	231
Dividend:	4
Total:	235
<b>NPV</b>	<b>212</b>

Som det fremgår af tabellen har vi taget vores 2017 EPS estimat på 10,5 og ganget det med en P/E multipl på 22. Vi vil her henvise til at alle konkurrenternes P/E for næste år er 29 og 24 uden Bwin. Derfor syntes vi det er fair. Vi kommer dermed frem til en kurs på 231, vi tillægger 4 Euro i udbytte og tilbagediskonterer med en WACC på 9 % for at tilbagediskontere 2017 tal til nutidsværdi og ender med et kursmål på 212 Euro pr. aktie.

Man kan også vende den og sige vores 212 kursmål svarer til 20 gange 2017 indtjeningen. De øvrige selskaber handles som sagt til 20,6 gange 2017 indtjeningen og vi mener BAH er best in class.

### EV/EBITDA:

Vi har også anvendt en såkaldt EV/EBITDA beregning. Vores (baserede på analytikernes) 2017 EBITDA forventning er ca. 36 millioner Euro.

Så er spørgsmålet hvilken multipl vi bør anvende. Vi har her set på konkurrenterne:

EV / EBITDA	2017
Bettson:	13,9
Bwin	13,6
Ladbrokes	8,1
888 Holding:	9,1
<b>Gennemsnit:</b>	<b>11,2</b>

Som det ses ovenfor handler konkurrenterne til en 11,2 2017 EV /EBITDA multipl. Vi har i vores analyse valgt at give Bet-at-home en multipl på 13,9. Dette er det samme som Bettson og afspejler at vi mener BAH er af ligeså høj kvalitet og fortjener samme multipl.

## Investor1989

EBITDA	36
Multipel:	13,9
Enterprise Value	500,4
Net Cash 2017	150
Markedsværdi:	650,4
shares:	3,5
<b>NPV:</b>	<b>187</b>

Vores værdiansættelse ses ovenfor og ender med en NPV på 187 Euro pr. aktie.

### DCF:

Den sidste analysemetode vi anvender og den vi bedst kan lide er discounted cash flows. Vi har opsat en DCF model nedenfor som vi mener er bedst egnet til at værdiansætte Bet-at-home:

2015-2017	Analytiker
2017-2020	5%
Terminalvækst:	3%
WACC:	9%

Som vist ovenfor sætter vi EBIT i årene 2015-2017 efter analytikerne, lader det vokse 5 % indtil 2020 og anvender en 3 % terminalvækst derfra. Vi anvender en WACC på 9 % i analysen.

Vi har samtidig forudsat:

At selskabets D&A = CAPEX. Da selskabets normale CAPEX og afskrivninger er meget minimale er dette sat for at være forsigtig.

Vi har ikke indregnet arbejdskapital i cash flow modellen. Normalt er det vigtigt at indregne dette, men da BAH har negativ arbejdskapital ville vi ikke gøre modellen for optimistisk. Da vi modregner selskabets kontantbeholdning efterfølgende har vi heller ikke indregnet selskabets renteindtægter i modellen:

## Investor1989

	2015	2016	2017	2018	2019	2020	Terminal:
EBIT:	30,0	32,7	34,2	35,9	37,7	39,6	
Tax:	-2,3	-2,5	-2,6	-2,7	-2,8	-3,0	
EAT:	27,8	30,2	31,6	33,2	34,9	36,6	
D&A	1	1,5	1,8	2	2	2	
CAPEX	-1	-1,5	-1,8	-2	-2	-2	
WCR:	0	0	0	0	0	0	
Cash flow:	27,8	30,2	31,6	33,2	34,9	36,6	628,7
NPV:	27,8	27,8	26,6	25,6	24,7	23,8	408,6

Vores DCF model ser dermed ud som vist ovenfor. Denne omregnet til nutidsværdi pr. aktie:

Total NPV:	564,9
Cash:	100
Total:	664,9
Shares	3,5
NPV per share:	190,0

Vores DCF model giver os dermed en værdi pr. aktie på 190 Euro pr. aktie



### Konklusion:

Som vist af de 3 modeller kommer vi frem til forskellige resultater, hvilket selvfølgelig er ganske naturligt. På baggrund af vores analyse af BAH som et best in class bettingfirma og baseret på de 3 værdiansættelsesmodeller har vi valgt at give BAH en fair value på **200 Euro pr. aktie**.

En anden mulighed der vil give stor værdi til aktionærene i BAH er ved et opkøb. Danske Bank skriver følgende omkring opkøb i Bettingbranchen:

*“M&A Activity continues – be alert: Online gaming remains a fragmented market with clear synergies from scalability. Over the past five years, 17 major transactions have been concluded in Europe at an average price of Euro 427m ... So frequent M&A activity is, in our view, likely to increase investor interest.”<sup>3</sup>*

BAH bliver dog næppe opkøbt af andre end Betclix som sidder på 65 % af selskabets aktier. Vi ser dog en mulighed for at Betclix vælger at byde på hele kapitalen i BAH. Omvendt ser vi helst selskabet fortsætte med selvstændigt at levere fremragende værdier for aktionærene.

Alt i alt anser vi denne aktie for at være overset, undervurderet og fantastisk ledet med solide og stærke fremtidsudsigter.

Upside ud over vores nuværende kursmål kan komme fra endnu højere vækst samt endnu højere udbyttebetalinger end vi har estimeret, samt fra en hurtig M&A aktivitet. Herudover har vi ikke indregnet muligheder fra nye markedet i Østeuropa og USA.

---

<sup>3</sup> Danske Bank Markets 30/9 2015

### Risici til casen:

Der er flere forskellige risici til casen som altid ved aktiehandel. BAH er dog en ret simpel case. Slutbrugerne er meget lidt påvirkede af samfundsøkonomien og reagerer lidt på ændringer i konjunkturerne.

De primære risici er:

- Juridiske ændringer i måden hvorpå online betting håndteres
- Ændringer i skatte eller momssystemet som negativ vil påvirke BAH
- At Betclac laver dumme beslutninger i kapital allokering
- Ændringer til selskabets ledelse som har vist et stort værd

Vi mener som sagt ikke branchen har særligt store risici og vi ser aktien og selskabet som en god og solid case at investere i.