AD PEPPER MEDIA INT. N.V.

montega

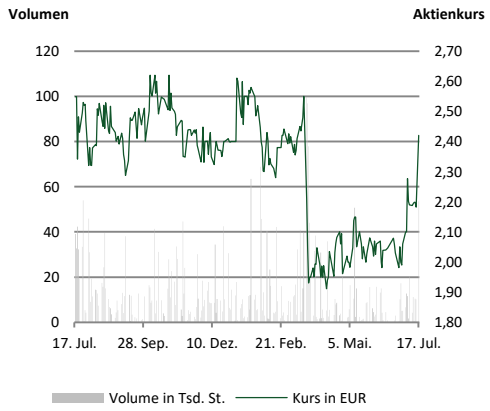
Empfehlung:	**Halten** (zuvor: Kaufen)
Kursziel:	**2,50 Euro**
Kurspotenzial:	**+3 Prozent**

Aktiendaten

Kurs (Schlusskurs Vortag)	2,42 Euro (XETRA)
Aktienanzahl (in Mio.)	20,81
Marktkap. (in Mio. Euro)	50,4
Enterprise Value (in Mio. Euro)	33,2
Ticker	APM
ISIN	NL0000238145

Kursperformance

52 Wochen-Hoch (in Euro)	2,65
52 Wochen-Tief (in Euro)	1,90
3 M relativ zum CDAX	+15,8%
6 M relativ zum CDAX	-12,6%



Quelle: Capital IQ

Aktionärsstruktur

Streubesitz	39,2%
EMA B.V.	41,2%
Eigene Anteile	9,5%
Axxion S.A.	5,1%
Dieter Koppitz	3,0%
Euro Serve Media GmbH	1,9%

Termine

Q2 Bericht	16. August 2017
Q3 Bericht	15. November 2017

Prognoseanpassung

	2017e	2018e	2019e
Umsatz (alt)	**65,7**	**73,2**	**80,5**
Δ in %	-	-	-
EBIT (alt)	**1,1**	**1,7**	**2,3**
Δ in %	-	-	-
EPS (alt)	**0,05**	**0,07**	**0,10**
Δ in %	-	-	-

Analyst

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

Publikation

Comment	18. Juli 2017

ad pepper mit bestem Quartal seit einer Dekade

ad pepper hat gestern vorläufige Q2-Zahlen veröffentlicht, die unsere Erwartungen übertroffen haben.

ad pepper media Int. N.V. – Q2 2017	Q2/17	Q2/17e	Q2/16	yoy
Umsatz	17,4	15,2	13,9	25,6%
Bruttoergebnis	4,5	4,1	4,0	15,0%
Bruttomarge	*26,1%*	*27,0%*	*28,5%*	
EBITDA	0,7	0,2	0,5	64,3%

Quelle: Unternehmen, Montega — Angaben in Mio. Euro

Umsatz: In Q2 knüpfte ad pepper an das solide Wachstum des ersten Quartals an und erzielte ein Wachstum um 25,6% auf 17,4 Mio. Euro. Besonders dynamisch ist erneut die Performanceagentur ad agents auf 6,9 Mio. Euro gewachsen (+31,6%). Auch das Segment ad pepper wies einen ähnlich hohen Umsatzanstieg auf (+27,1% auf 0,7 Mio. Euro). Zurückzuführen ist die erfreuliche Entwicklung beider Segmente u.E. auf erhöhte Umsätze mit Bestandskunden sowie Neukundengewinnung. Für weiterhin hohe Wachstumsraten im Segment ad agents dürfte insbesondere der Bereich Amazon Services (SEO & SEA) sorgen. Das umsatzstärkste Segment webgains hat aufgrund der Pfundschwäche nur ein Wachstum i.H.v. 15,3% auf 23,6 Mio. Euro erreicht (währungsbereinigt +24,0%).

Ergebnis: Auf Ebene der Bruttomarge verspürte das Segment webgains erneut Druck seitens der Großkunden (insb. Nike). Dennoch gelang es webgains hier währungsbereinigt um 8% zu wachsen. Deutlich stärker entwickelten sich jedoch die Segmente ad pepper (+42,9%) und ad agents (+21,5%). Hier dürfte es gelungen sein, bessere Konditionen sowohl bei Bestandskunden als auch Neukunden durchzusetzen.

Trotz leicht steigender OPEX (3,8 Mio. Euro vs. 3,5 Mio. Euro im Vj.) hat ad pepper das beste operative Ergebnis seit 10 Jahren erzielt und damit unsere Erwartungen deutlich übertroffen. Investiert wurde vorwiegend im Segment webgains (Implementierung des IBM-Watson Projekt) sowie in Personal auf Gruppenebene. Die derzeit beschäftigten 185 Mitarbeiter könnten u.E. bis zum Jahresende durchaus noch auf 190 ansteigen und damit zu weiter steigenden OPEX führen. Allerdings hatten wir dies bereits in unseren leicht erhöhten Gesamtjahres-OPEX (15,7 Mio. vs. 14,5 Mio. im Vj.) berücksichtigt, sodass wir unsere Schätzungen unverändert lassen. Der Ausblick für das Gesamtjahr wurde vom Management bestätigt (Umsatz: min. 65,0 Mio. Euro, EBITDA: 1,0 bis 1,5 Mio. Euro).

Fazit: Mit den Q2-Zahlen erzielte ad pepper sowohl umsatz- als auch ergebnisseitig Rekordwerte. Nach Fortschreibung unseres DCF-Modells erhöhen wir unser Kursziel leicht auf 2,50 Euro (zuvor: 2,30 Euro), stufen die Aktie jedoch nach dem deutlichen Kursanstieg der letzten Tage auf „Halten“ zurück.

Geschäftsjahresende: 31.12.	2015	2016	2017e	2018e	2019e
Umsatz	56,0	61,2	65,7	73,2	80,5
Veränderung yoy	18,5%	9,2%	7,4%	11,4%	10,0%
EBITDA	0,5	1,7	1,4	2,0	2,6
EBIT	0,2	1,6	1,1	1,7	2,3
Jahresüberschuss	0,0	0,6	1,1	1,6	2,0
Bruttomarge	28,3%	26,3%	25,6%	24,8%	24,4%
EBITDA-Marge	1,0%	2,9%	2,1%	2,8%	3,2%
EBIT-Marge	0,4%	2,6%	1,7%	2,4%	2,8%
Net Debt	-16,9	-17,9	-20,2	-21,2	-23,2
Net Debt/EBITDA	-31,4	-10,2	-14,4	-10,4	-9,0
ROCE	25,0%	-97,4%	-32,3%	-44,8%	-63,2%
EPS	0,00	0,03	0,05	0,07	0,10
FCF je Aktie	0,07	-0,03	0,11	0,05	0,09
Dividende	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Dividendenrendite	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
EV/Umsatz	0,6	0,5	0,5	0,5	0,4
EV/EBITDA	61,6	19,0	23,7	16,4	12,9
EV/EBIT	136,6	20,6	29,1	19,1	14,7
KGV	n.m.	80,7	48,4	34,6	24,2
P/B	3,1	3,5	3,3	3,0	2,7

Quelle: Unternehmen, Montega, CapitalIQ — Angaben in Mio. EUR, EPS in EUR Kurs: 2,42

UNTERNEHMENSHINTERGRUND

ad pepper media International N.V. ist ein führender Online-Werbevermarkter mit Fokus auf Performance-Marketing. Das Unternehmen ist international tätig und betreut mit 171 Mitarbeitern Kunden aus über 50 Ländern. Niederlassungen gibt es in Europa sowie den USA. Der Hauptsitz verteilt sich auf die Städte Amsterdam und Nürnberg. ad pepper bietet Media-Agenturen, Werbetreibenden und Websites in den Bereichen Display-, Performance- und Affiliate-Marketing individuelle und effiziente Lösungen, die nahezu die gesamte Palette der Online-Werbung abdecken.

In der Vergangenheit wies ad pepper eine relativ hohe M&A-Aktivität auf und beteiligte sich immer wieder an Technologie-Unternehmen aus der digitalen Werbedienstleistungsbranche. Nach einer erfolgreich abgeschlossenen Restrukturierung tritt ad pepper nun fokussiert auf, behält sich jedoch vor, weiter opportunistisch Zukäufe zu tätigen oder gegebenenfalls auch Geschäftsbereiche zu veräußern.

Historie

1999 Gründung der ad pepper media durch Ulrich Schmidt und vier weitere Gründungsgesellschafter

2000 Börsengang: Die Aktiengesellschaft wird im Prime Standard an der Frankfurter Börse gelistet

2002 ad pepper beteiligt sich für 1,2 Mio. Euro zu 25,1% am Werbedienstleister Falk eSolutions

2005 ad pepper erwirbt für 3,4 Mio. Euro eine Beteiligung in Höhe von 8,0% an dMarc, einem auf Radio-Werbung spezialisierten Unternehmen

2006 ad pepper übernimmt den eMail-Werbedienstleister Globase für 0,3 Mio. Euro

ad pepper übernimmt das Affiliate-Netzwerk Webgains für 4,1 Mio. Euro

2007 Der anorganische Wachstumskurs wird mit dem Kauf des Ad-Serving-Spezialisten emediate fortgesetzt. Der Kaufpreis liegt bei 4,8 Mio. Euro

ad pepper beteiligt sich für 0,3 Mio. Euro zu 60,0% an ad agents. ad agents ist auf Suchmaschinenwerbung (SEO/SEM) ausgerichtet

2008 Die Beteiligungen an Falk eSolutions und dMarc werden veräußert. Für Falk erhält ad pepper 7,8 Mio. Euro, für die Anteile an dMarc 22,1 Mio. Euro

2012 CEO und Gründer Ulrich Schmidt scheidet aus dem Vorstand aus. Bis zur Übernahme der Position durch Dr. Ulrike Handel leitet der CFO Dr. Jens Körner die Geschäfte

2013 ad pepper verkauft emediate für 7,4 Mio. Euro

2015 ad pepper verkauft Globase für 0,8 Mio. Euro

Konzernstruktur

Nach der abgeschlossenen Restrukturierung in 2015 verbleiben innerhalb der Holding von den ehemals 15 Gesellschaften in zehn Ländern lediglich sieben mit Niederlassungen in vier europäischen Ländern und den USA. Die aktuelle Konzernstruktur kann der nachfolgenden Abbildung entnommen werden.

ad pepper media International N.V.		
ad pepper media	webgains Ltd	ad agents GmbH
ad pepper media GmbH		
ad pepper media France S.A.R.L.		
ad pepper media Spain S.A.		
ad pepper media USA LLC		

Quelle: Unternehmen

Segmentbetrachtung

Das operative Geschäft gliedert sich in drei Segmente:

- ad pepper media
- Webgains
- ad agents

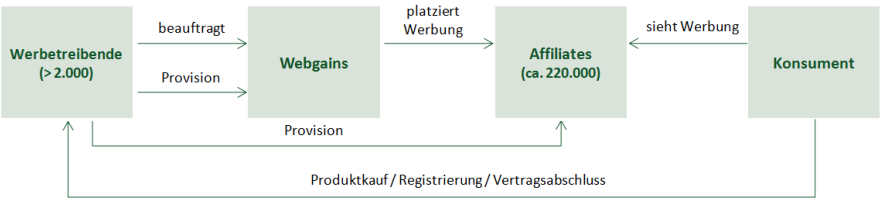
Segment ad pepper media

ad pepper media ist das Traditionssegment der Unternehmensgruppe. Nach Umsatzrückgängen in den letzten Jahren, die auf Standortschließungen und einen sehr intensiven Wettbewerb im Display-Bereich zurückzuführen sind, trägt dieses Segment heute allerdings nur noch rund 9% zum Konzernumsatz bei. Im Segment ad pepper media wird man sich in Zukunft auf das Produkt iLead konzentrieren, das nachfolgend vorgestellt wird.

iLead beschreibt Maßnahmen im Dialog- und Direktmarketing zur Neukundengewinnung (Leads). Abgerechnet wird diese Leistung performanceabhängig nach dem Cost per Lead-Preismodell (CPL-Werbetreibende zahlen für die erfolgreiche Vermittlung qualifizierter Interessenten). ad pepper vermittelt mit diesem Produkt nur Leads, bei denen der potenzielle Neukunde einer zukünftigen Kontaktaufnahme bereits zugestimmt hat. Dabei kann ad pepper einen Track Record von mehr als 20.000 durchgeführten Kampagnen weltweit sowie mehr als 1 Mio. generierten qualifizierten Leads pro Monat vorweisen.

Segment Webgains

Webgains wurde 2004 gegründet, 2006 von ad pepper übernommen und hat sich bis heute zu einem der führenden europäischen Affiliate-Netzwerke entwickelt. Mehr als 1.800 Werbetreibende (Merchants) und 250.000 Affiliates in Großbritannien, Frankreich, Deutschland, den Niederlanden, Schweden, Dänemark, Spanien und den USA sind an das Netzwerk angeschlossen. Webgains tritt im eCommerce als Intermediär zwischen werbetreibenden Merchants und Publishern auf. Die Merchants platzieren mittels der Technologie-Plattform von Webgains ihre verschiedenen Werbemittel (z.B. Banner, Links etc.) auf den Websites der Affiliates (siehe Darstellung auf der nächsten Seite). Die Bezahlung erfolgt überwiegend erfolgsabhängig, d.h. ad pepper erhält für erfolgreich abgeschlossene Produktkäufe oder Vertragsabschlüsse eine Provision. In geringerem Umfang (ca. 20% des Segmentumsatzes) erlöst Webgains fixe Gebühren wie bei Anmeldung eines neuen Merchants eine Setup-Gebühr (ca. 500 Euro) sowie monatliche Admingebühren in der Größenordnung von 100 Euro.



Quelle: Unternehmen

Dank seines dynamischen Wachstums hat sich Webgains in den letzten Jahren zum umsatzstärksten Segment der ad pepper-Gruppe entwickelt. Noch ist die Marke vor allem in Großbritannien präsent, jedoch sollen künftig auch die wichtigen E-Commerce-Märkte Deutschland und USA weiter erschlossen werden.

Segment ad agents

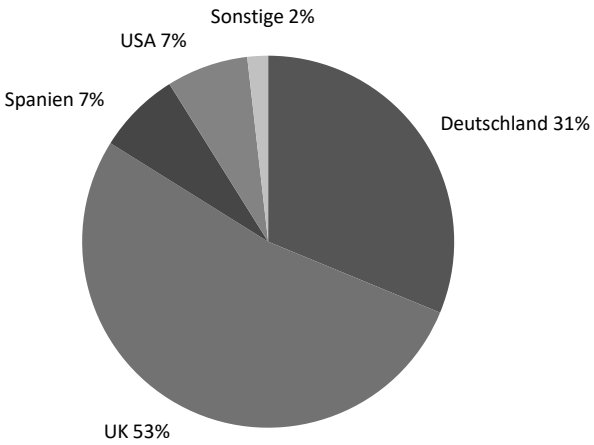
Das Konzern-Segment **ad agents** ist spezialisiert auf Suchmaschinen-Marketing (SEM), Suchmaschinen-Optimierung (SEO) und Performance-Marketing in allen digitalen Kanälen. Gerade in sozialen Medien wie Facebook und Twitter ist eine zielgruppenorientierte Ansprache gut möglich, jedoch fehlt vielen Produktanbietern hier das Know-How bezüglich der zahlreichen Möglichkeiten und Formate, die nutzbar gemacht werden können.

Zu den Kunden zählen bekannte Unternehmen aus den Branchen Versandhandel, Finanzen, Reisebranche u.v.a., die bereits über gute E-Commerce-Strategien verfügen. Diesen Kunden hilft ad agents durch Optimierung der Reichweite und Werbewirksamkeit, ihr Online-Marketing und ihre Webpräsenz noch effizienter zu gestalten. Zusätzlich stellt ad agents dazu ein detailliertes Reporting bezüglich der Erfolge sicher.

Umsatz nach Regionen

Der Konzern ist zwar international ausgerichtet und betreut Kunden aus mehr als 50 Ländern, jedoch liegt der Fokus gemessen an den Umsatzbeiträgen klar auf Großbritannien, Deutschland und Spanien. Zukünftiges Wachstumspotenzial wird im deutschen Markt und vor allem auch in den USA gesehen. Insbesondere die Konzerntochter Webgains möchte hier stärker an den wachsenden E-Commerce-Volumina partizipieren. In 2016 konnten Umsatzzuwächse im sowohl Kernmarkt UK als auch in Deutschland, Spanien und den USA erzielt werden. Aktuell stellt sich der Umsatz nach Regionen folgendermaßen dar.

Umsatz nach Regionen



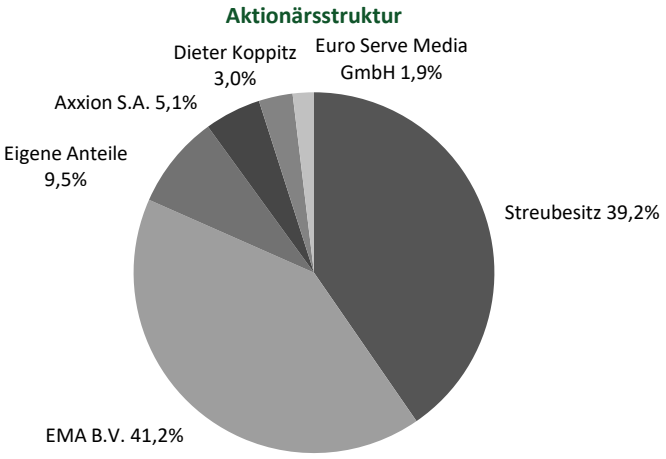
Quelle: Unternehmen

Management

Dr. Jens Körner ist seit 2006 Mitglied im Vorstand der ad pepper media International N.V. Im März 2017 ist er nach dem Ausscheiden von Ulrike Handel zum CEO berufen worden. Vor seiner Tätigkeit bei ad pepper war Herr Dr. Körner als Direktor bei der Investmentbank Sal. Oppenheim jr. & Cie. in Frankfurt beschäftigt. Dort war er im Bereich M&A vor allem für innovative Technologieunternehmen verantwortlich. Erste Berührungspunkte zu ad pepper baute Herr Dr. Körner durch seine beratende Funktion beim IPO der Gruppe im Jahr 2000 auf.

Aktionärsstruktur

Größter Anteilseigner von ad pepper ist seit dem IPO mit 41,2% die Electronic Media Advertising (EMA B.V.). 39,2% der Aktien befinden sich im Streubesitz. 9,5% werden von ad pepper selbst gehalten. Die Fondsgesellschaft Axxion hält weitere 5,1%, der Privatmann Dieter Koppitz 3,0%. Die Euroservice Media GmbH besitzt 1,9% der Anteile, Geschäftsführer bei letztgenanntem Unternehmen sowie der EMA B. V. ist der ad pepper-Aufsichtsratsvorsitzende Michael Oschmann.



Quelle: Unternehmen

ANHANG

DCF Modell

Angaben in Mio.Euro	2017e	2018e	2019e	2020e	2021e	2022e	2023e	Terminal Value
Umsatz	**65,7**	**73,2**	**80,5**	**88,0**	**94,1**	**98,6**	**102,6**	**105,6**
Veränderung	*7,4%*	*11,4%*	*10,0%*	*9,3%*	*6,9%*	*4,8%*	*4,0%*	*3,0%*
EBIT	**1,1**	**1,7**	**2,3**	**2,8**	**3,1**	**3,5**	**3,6**	**3,7**
EBIT-Marge	1,7%	2,4%	2,8%	3,1%	3,3%	3,5%	3,5%	3,5%
NOPAT	**0,9**	**1,4**	**1,9**	**2,3**	**2,5**	**2,6**	**2,5**	**2,6**
Abschreibungen	**0,3**	**0,3**	**0,3**	**0,4**	**0,3**	**0,4**	**0,4**	**0,4**
in % vom Umsatz	*0,4%*	*0,4%*	*0,4%*	*0,4%*	*0,4%*	*0,4%*	*0,4%*	*0,4%*
Liquiditätsveränderung								
- Working Capital	1,6	-0,3	0,3	0,3	0,3	0,2	0,2	0,2
- Investitionen	-0,5	-0,6	-0,6	-0,6	-0,6	-0,6	-0,6	-0,4
Investitionsquote	*0,8%*	*0,8%*	*0,8%*	*0,7%*	*0,6%*	*0,6%*	*0,6%*	*0,4%*
Übriges	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Free Cash Flow (WACC-Modell)	**2,2**	**0,8**	**1,9**	**2,3**	**2,6**	**2,6**	**2,5**	**2,8**
WACC	9,3%	9,3%	9,3%	9,3%	9,3%	9,3%	9,3%	9,3%
Present Value	2,2	0,8	1,5	1,7	1,8	1,6	1,4	23,4
Kumuliert	**2,2**	**2,9**	**4,4**	**6,2**	**7,9**	**9,5**	**10,9**	**34,3**

Wertermittlung (Mio. Euro)	
Total present value (Tpv)	34,3
Terminal Value	23,4
Anteil vom Tpv-Wert	68%
Verbindlichkeiten	0,7
Liquide Mittel	17,9
Eigenkapitalwert	**51,5**

Aktienzahl (Mio.)	20,81
Wert je Aktie (Euro)	**2,48**
+Upside / -Downside	**2%**
Aktienkurs (Euro)	2,42

Modellparameter	
Fremdkapitalquote	30,0%
Fremdkapitalzins	5,5%
Marktrendite	9,0%
risikofreie Rendite	2,50%
Beta	1,40
WACC	9,3%
ewiges Wachstum	3,0%

Annahmen: Umsatzwachstumsraten und Margenerwartungen		
Kurzfristiges Umsatzwachstum	2017-2020	10,2%
Mittelfristiges Umsatzwachstum	2017-2022	8,5%
Langfristiges Umsatzwachstum	ab 2024	3,0%
EBIT-Marge	2017-2020	2,5%
EBIT-Marge	2017-2022	2,8%
Langfristige EBIT-Marge	ab 2024	3,5%

Sensitivität Wert je Aktie (Euro)	ewiges Wachstum				
WACC	2,25%	2,75%	**3,00%**	3,25%	3,75%
9,78%	2,25	2,31	2,35	2,39	2,48
9,53%	2,30	2,37	2,41	2,45	2,55
9,28%	2,36	2,43	**2,48**	2,52	2,63
9,03%	2,41	2,50	2,55	2,60	2,72
8,78%	2,48	2,57	2,62	2,68	2,81

Sensitivität Wert je Aktie (Euro)	EBIT-Marge ab 2024e				
WACC	3,00%	3,25%	**3,50%**	3,75%	4,00%
9,78%	2,22	2,28	2,35	2,42	2,48
9,53%	2,27	2,34	2,41	2,48	2,55
9,28%	2,33	2,40	**2,48**	2,55	2,62
9,03%	2,39	2,47	2,55	2,62	2,70
8,78%	2,46	2,54	2,62	2,71	2,79

Quelle: Montega

G&V (in Mio. Euro) ad pepper media Int. N.V.	2014	2015	2016	2017e	2018e	2019e
Umsatz	**47,3**	**56,0**	**61,2**	**65,7**	**73,2**	**80,5**
Herstellungskosten	31,2	40,2	45,1	48,9	55,1	60,9
Bruttoergebnis	**16,1**	**15,8**	**16,1**	**16,9**	**18,2**	**19,6**
Forschung und Entwicklung	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Vertriebskosten	12,6	10,6	9,1	9,8	10,3	10,9
Verwaltungskosten	7,6	6,4	6,2	6,3	6,4	6,5
Sonstige betriebliche Aufwendungen	1,5	0,4	0,3	2,0	2,2	2,7
Sonstige betriebliche Erträge	1,7	1,4	1,1	2,4	2,5	2,7
EBITDA	**-3,7**	**0,5**	**1,7**	**1,4**	**2,0**	**2,6**
Abschreibungen auf Sachanlagen	0,1	0,2	0,1	0,1	0,1	0,2
EBITA	**-3,9**	**0,3**	**1,7**	**1,3**	**1,9**	**2,4**
Amortisation immaterielle Vermögensgegenstände	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,2
Impairment Charges und Amortisation Goodwill	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
EBIT	**-3,9**	**0,2**	**1,6**	**1,1**	**1,7**	**2,3**
Finanzergebnis	-1,3	0,2	0,1	0,1	0,1	0,2
Ergebnis der gewöhnlichen Geschäftstätigkeit	**-5,2**	**0,4**	**1,7**	**1,3**	**1,9**	**2,4**
Außerordentliches Ergebnis	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
EBT	**-5,2**	**0,4**	**1,7**	**1,3**	**1,9**	**2,4**
EE-Steuern	0,1	0,3	0,6	0,2	0,3	0,4
Jahresüberschuss aus fortgef. Geschäftstätigkeit	-5,3	0,1	1,1	1,1	1,6	2,0
Ergebnis aus nicht fortgeführter Geschäftstätigkeit (netto)	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Jahresüberschuss vor Anteilen Dritter	**-5,3**	**0,1**	**1,1**	**1,1**	**1,6**	**2,0**
Anteile Dritter	0,1	0,2	0,5	0,0	0,0	0,0
Jahresüberschuss	**-5,4**	**0,0**	**0,6**	**1,1**	**1,6**	**2,0**

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

G&V (in % vom Umsatz) ad pepper media Int. N.V.	2014	2015	2016	2017e	2018e	2019e
Umsatz	**100,0%**	**100,0%**	**100,0%**	**100,0%**	**100,0%**	**100,0%**
Herstellungskosten	65,9%	71,7%	73,7%	74,4%	75,2%	75,6%
Bruttoergebnis	**34,1%**	**28,3%**	**26,3%**	**25,6%**	**24,8%**	**24,4%**
Forschung und Entwicklung	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
Vertriebskosten	26,66%	18,88%	14,80%	14,95%	14,13%	13,51%
Verwaltungskosten	16,17%	11,39%	10,06%	9,55%	8,75%	8,11%
Sonstige betriebliche Aufwendungen	3,12%	0,78%	0,54%	3,00%	3,00%	3,30%
Sonstige betriebliche Erträge	3,49%	2,51%	1,73%	3,60%	3,46%	3,36%
EBITDA	**-7,9%**	**1,0%**	**2,9%**	**2,1%**	**2,8%**	**3,2%**
Abschreibungen auf Sachanlagen	0,3%	0,4%	0,1%	0,2%	0,2%	0,2%
EBITA	**-8,2%**	**0,5%**	**2,7%**	**1,9%**	**2,6%**	**3,0%**
Amortisation immaterielle Vermögensgegenstände	0,2%	0,1%	0,1%	0,2%	0,2%	0,2%
Impairment Charges und Amortisation Goodwill	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
EBIT	**-8,3%**	**0,4%**	**2,6%**	**1,7%**	**2,4%**	**2,8%**
Finanzergebnis	-2,7%	0,4%	0,1%	0,2%	0,2%	0,2%
Ergebnis der gewöhnlichen Geschäftstätigkeit	**-11,1%**	**0,8%**	**2,8%**	**1,9%**	**2,6%**	**3,0%**
Außerordentliches Ergebnis	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
EBT	**-11,1%**	**0,8%**	**2,8%**	**1,9%**	**2,6%**	**3,0%**
EE-Steuern	0,2%	0,5%	1,0%	0,3%	0,4%	0,5%
Jahresüberschuss aus fortgef. Geschäftstätigkeit	-11,3%	0,2%	1,8%	1,6%	2,1%	2,5%
Ergebnis aus nicht fortgeführter Geschäftstätigkeit (netto)	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Jahresüberschuss vor Anteilen Dritter	**-11,3%**	**0,2%**	**1,8%**	**1,6%**	**2,1%**	**2,5%**
Anteile Dritter	0,2%	0,3%	0,8%	0,0%	0,0%	0,0%
Jahresüberschuss	**-11,5%**	**-0,1%**	**1,0%**	**1,6%**	**2,1%**	**2,5%**

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

Bilanz (in Mio. Euro) ad pepper media Int. N.V.	2014	2015	2016	2017e	2018e	2019e
AKTIVA						
Immaterielle Vermögensgegenstände	0,4	0,3	0,6	0,7	0,8	1,0
Sachanlagen	0,2	0,2	0,2	0,3	0,5	0,7
Finanzanlagen	6,3	5,8	1,9	1,9	1,9	1,9
Anlagevermögen	**6,9**	**6,3**	**2,7**	**3,0**	**3,3**	**3,6**
Vorräte	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Forderungen aus Lieferungen und Leistungen	7,7	10,0	10,1	12,2	13,6	15,0
Liquide Mittel	13,9	16,9	17,9	20,2	21,2	23,2
Sonstige Vermögensgegenstände	1,7	0,8	0,7	0,7	0,7	0,7
Umlaufvermögen	**23,4**	**27,7**	**28,7**	**33,1**	**35,5**	**38,9**
Bilanzsumme	**30,3**	**34,0**	**31,4**	**36,1**	**38,7**	**42,4**
PASSIVA						
Eigenkapital	**16,0**	**16,0**	**14,3**	**15,3**	**16,9**	**18,9**
Anteile Dritter	**0,3**	**0,5**	**0,7**	**0,7**	**0,7**	**0,7**
Rückstellungen	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Zinstragende Verbindlichkeiten	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Verbindl. aus Lieferungen und Leistungen	9,9	13,6	12,4	16,0	17,1	18,8
Sonstige Verbindlichkeiten	4,1	3,9	4,0	4,0	4,0	4,0
Verbindlichkeiten	**14,0**	**17,5**	**16,4**	**20,0**	**21,1**	**22,8**
Bilanzsumme	**30,3**	**34,0**	**31,4**	**36,1**	**38,7**	**42,4**

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

Bilanz (in % der Bilanzsumme) ad pepper media Int. N.V.	2014	2015	2016	2017e	2018e	2019e
AKTIVA						
Immaterielle Vermögensgegenstände	1,4%	1,0%	1,8%	1,9%	2,2%	2,4%
Sachanlagen	0,7%	0,4%	0,7%	1,0%	1,3%	1,5%
Finanzanlagen	20,8%	17,1%	6,1%	5,3%	5,0%	4,5%
Anlagevermögen	**22,8%**	**18,6%**	**8,6%**	**8,2%**	**8,4%**	**8,5%**
Vorräte	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Forderungen aus Lieferungen und Leistungen	25,5%	29,4%	32,2%	33,8%	35,1%	35,4%
Liquide Mittel	46,0%	49,8%	56,9%	56,0%	54,7%	54,6%
Sonstige Vermögensgegenstände	5,6%	2,4%	2,2%	1,9%	1,8%	1,6%
Umlaufvermögen	**77,1%**	**81,5%**	**91,3%**	**91,7%**	**91,7%**	**91,7%**
Bilanzsumme	**100,0%**	**100,0%**	**100,0%**	**100,0%**	**100,0%**	**100,0%**
PASSIVA						
Eigenkapital	**52,7%**	**47,1%**	**45,5%**	**42,5%**	**43,7%**	**44,6%**
Anteile Dritter	**1,1%**	**1,5%**	**2,2%**	**1,9%**	**1,8%**	**1,6%**
Rückstellungen	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Zinstragende Verbindlichkeiten	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Verbindl. aus Lieferungen und Leistungen	32,6%	40,1%	39,4%	44,3%	44,2%	44,3%
Sonstige Verbindlichkeiten	13,6%	11,5%	12,9%	11,2%	10,4%	9,5%
Verbindlichkeiten	**46,2%**	**51,6%**	**52,2%**	**55,5%**	**54,6%**	**53,9%**
Bilanzsumme	**100,0%**	**100,0%**	**100,0%**	**100,0%**	**100,0%**	**100,0%**

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

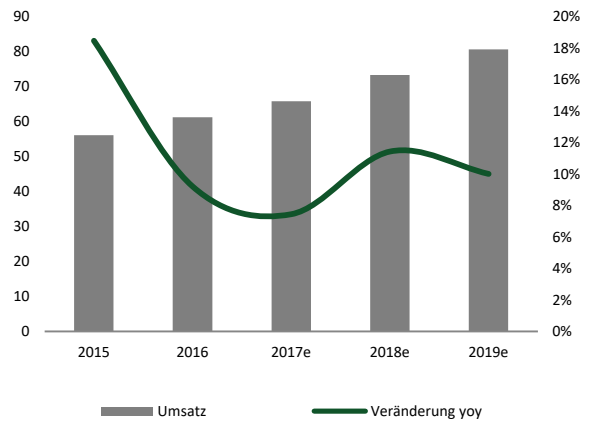
Kapitalflussrechnung (in Mio. Euro) ad pepper media Int. N.V.	2014	2015	2016	2017e	2018e	2019e
Jahresüberschuss/ -fehlbetrag	-5,3	0,1	1,1	1,1	1,6	2,0
Abschreibung Anlagevermögen	0,1	0,2	0,1	0,1	0,1	0,2
Amortisation immaterielle Vermögensgegenstände	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,2
Veränderung langfristige Rückstellungen	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Sonstige zahlungsunwirksame Erträge/Aufwendungen	1,7	-1,1	0,0	0,0	0,0	0,0
Cash Flow	**-3,4**	**-0,6**	**1,2**	**1,3**	**1,9**	**2,3**
Veränderung Working Capital	1,7	2,3	-1,2	1,6	-0,3	0,3
Cash Flow aus operativer Tätigkeit	**-1,7**	**1,6**	**0,0**	**2,9**	**1,6**	**2,6**
CAPEX	-0,3	-0,2	-0,6	-0,5	-0,6	-0,6
Sonstiges	1,0	3,4	4,1	0,0	0,0	0,0
Cash Flow aus Investitionstätigkeit	**0,7**	**3,2**	**3,6**	**-0,5**	**-0,6**	**-0,6**
Dividendenzahlung	0,0	0,0	-0,3	0,0	0,0	0,0
Veränderung Finanzverbindlichkeiten	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Sonstiges	0,0	0,2	-2,2	0,0	0,0	0,0
Cash Flow aus Finanzierungstätigkeit	**0,0**	**0,2**	**-2,5**	**0,0**	**0,0**	**0,0**
Effekte aus Wechselkursänderungen	0,0	0,0	-0,2	0,0	0,0	0,0
Veränderung liquide Mittel	**-1,0**	**5,0**	**1,1**	**2,4**	**1,0**	**2,0**
Endbestand liquide Mittel	**11,9**	**16,9**	**17,9**	**20,2**	**21,2**	**23,2**

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

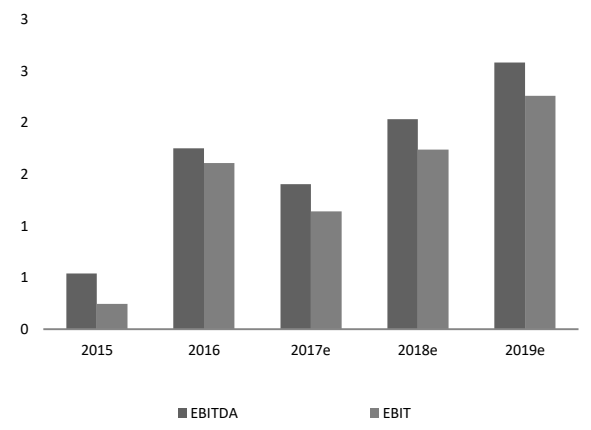
Kennzahlen ad pepper media Int. N.V.	2014	2015	2016	2017e	2018e	2019e
Ertragsmargen						
Bruttomarge (%)	34,1%	28,3%	26,3%	25,6%	24,8%	24,4%
Rohertragsmarge (%)	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%
EBITDA-Marge (%)	-7,9%	1,0%	2,9%	2,1%	2,8%	3,2%
EBIT-Marge (%)	-8,3%	0,4%	2,6%	1,7%	2,4%	2,8%
EBT-Marge (%)	-11,1%	0,8%	2,8%	1,9%	2,6%	3,0%
Netto-Umsatzrendite (%)	-11,3%	0,2%	1,8%	1,6%	2,1%	2,5%
Kapitalverzinsung						
ROCE (%)	-56,0%	25,0%	-97,4%	-32,3%	-44,8%	-63,2%
ROE (%)	-22,1%	-0,2%	3,8%	7,0%	9,7%	11,4%
ROA (%)	-17,9%	-0,1%	2,0%	2,9%	4,0%	4,7%
Solvenz						
Net Debt zum Jahresende (Mio. Euro)	-13,9	-16,9	-17,9	-20,2	-21,2	-23,2
Net Debt / EBITDA	n.m.	-31,4	-10,2	-14,4	-10,4	-9,0
Net Gearing (Net Debt/EK)	-0,9	-1,0	-1,2	-1,3	-1,2	-1,2
Kapitalfluss						
Free Cash Flow (Mio. EUR)	-2,0	1,4	-0,5	2,4	1,0	2,0
Capex / Umsatz (%)	-1%	-3%	-6%	1%	1%	1%
Working Capital / Umsatz (%)	-3%	-5%	-5%	-5%	-5%	-5%
Bewertung						
EV/Umsatz	0,7	0,6	0,5	0,5	0,5	0,4
EV/EBITDA	-	61,6	19,0	23,7	16,4	12,9
EV/EBIT	-	136,6	20,6	29,1	19,1	14,7
EV/FCF	-	23,0	-	14,1	-	-
KGV	-	-	80,7	48,4	34,6	24,2
P/B	3,2	3,1	3,5	3,3	3,0	2,7
Dividendenrendite	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%

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

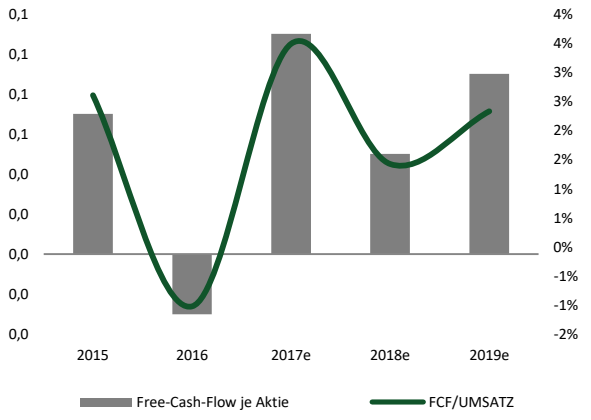
Umsatzentwicklung



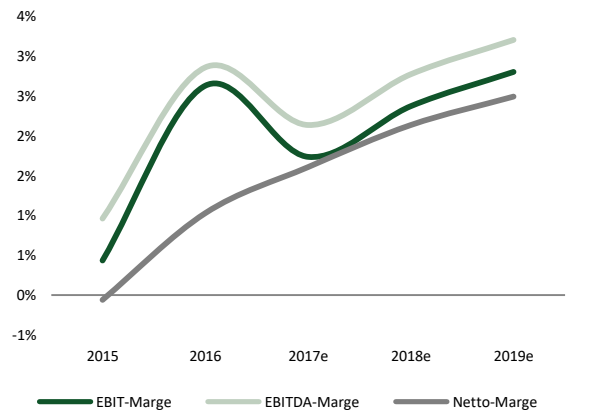
Ergebnisentwicklung



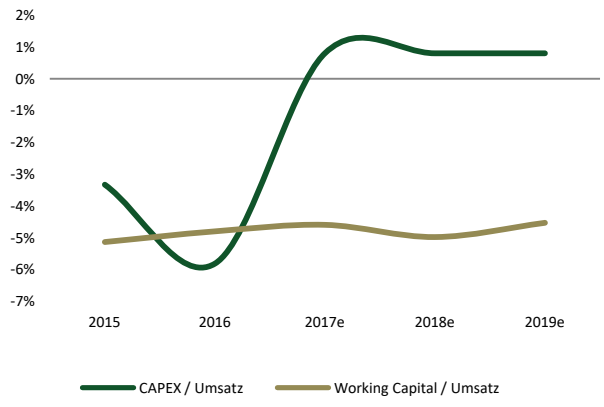
Free-Cash-Flow Entwicklung



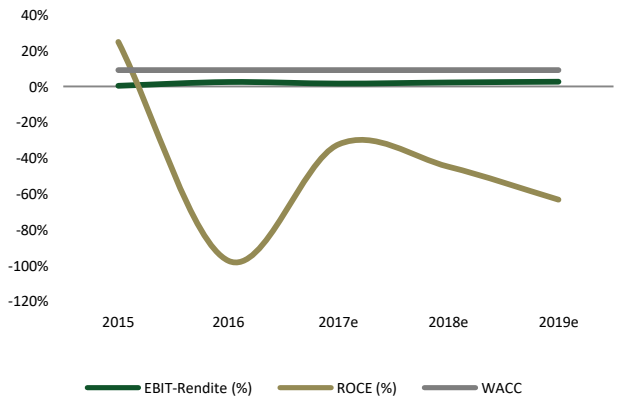
Margenentwicklung



Investitionen / Working Capital



EBIT-Rendite / ROCE



DISCLAIMER

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

Erklärung gemäß § 34b WpHG und FinAnV über mögliche Interessenkonflikte (Stand: 18.07.2017):
Bei Veröffentlichung dieser Publikation liegen folgende Interessenkonflikte im Sinne der FinAnV vor: Montega AG hat mit diesem Unternehmen eine Vereinbarung über die Erstellung einer Finanzanalyse getroffen. Diese Finanzanalyse wurde vor ihrer Veröffentlichung dem Emittenten zugänglich gemacht und danach geändert. Ein mit Montega AG verbundenes Unternehmen kann am Grundkapital des Emittenten beteiligt sein.

Erklärung gemäß § 34b WpHG und FinAnV über zusätzliche Angaben (Stand: 18.07.2017):
Die Aktualisierung der vorliegenden Publikation erfolgt bei Anlässen, die nach Einschätzung von Montega kursrelevant sein können. Auf das Einstellen der regelmäßigen Kommentierung von Anlässen im Zusammenhang mit dem Emittenten (Coverage) wird vorab hingewiesen.

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

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

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

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

Zuständige Aufsichtsbehörde:
Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht

Graurheindorfer Str. 108	und	Marie-Curie-Str. 24-28
53117 Bonn		60439 Frankfurt

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

Kurs- und Empfehlungs-Historie

Empfehlung	Datum	Kurs	Kursziel	Potenzial
Kaufen (Ersteinschätzung)	02.08.2010	1,68	2,65	+58%
Kaufen	12.08.2010	1,68	2,65	+57%
Kaufen	15.10.2010	2,05	2,70	+32%
Kaufen	30.11.2010	1,69	2,70	+60%
Kaufen	16.02.2011	1,92	2,70	+41%
Kaufen	05.04.2011	1,69	2,70	+60%
Kaufen	18.04.2011	1,77	2,50	+41%
Kaufen	19.07.2011	1,61	2,30	+43%
Kaufen	17.10.2011	1,14	2,25	+97%
Kaufen	15.02.2012	1,44	1,85	+28%
Kaufen	24.04.2012	1,09	1,80	+65%
Kaufen	17.10.2012	0,93	1,60	+72%
Kaufen	28.02.2013	0,92	1,50	+63%
Kaufen	28.04.2016	2,53	3,20	+26%
Kaufen	13.05.2016	2,79	3,20	+15%
Kaufen	18.07.2016	2,65	3,10	+17%
Kaufen	14.10.2016	2,60	3,10	+19%
Kaufen	30.01.2017	2,52	3,00	+19%
Halten	20.03.2017	2,30	2,20	-4%
Kaufen	20.04.2017	2,03	2,30	+13%
Halten	18.07.2017	2,42	2,50	+3%