

Empfehlung: Halten (zuvor: Kaufen)

Kursziel: 2,20 Euro

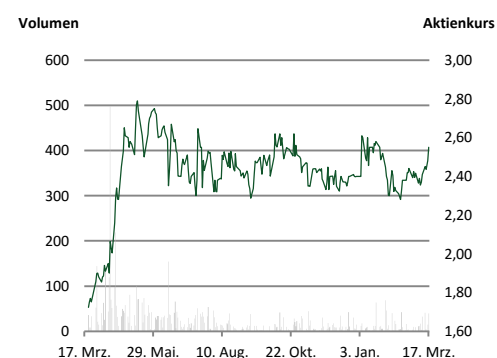
Kurspotenzial: -4 Prozent

Aktiendaten

Kurs (13:26 h)	2,30 Euro (XETRA)
Aktienanzahl (in Mio.)	20,81
Marktkap. (in Mio. Euro)	47,9
Enterprise Value (in Mio. Euro)	28,8
Ticker	APM
ISIN	NL0000238145

Kursperformance

52 Wochen-Hoch (in Euro)	2,79
52 Wochen-Tief (in Euro)	1,71
3 M relativ zum CDAX	-7,9%
6 M relativ zum CDAX	-18,7%



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

GB 2016	28. März 2017
HV	16. Mai 2017

Prognoseanpassung

	2016e	2017e	2018e
Umsatz (alt)	61,2	67,0	76,5
Δ in %	-	-1,9%	-4,3%
EBIT (alt)	1,6	2,4	3,6
Δ in %	-	-51,7%	-52,4%
EPS (alt)	0,06	0,10	0,15
Δ in %	-	-50,0%	-53,3%

Analyst

 Timo Buss
 +49 40 41111 37 81
 t.buss@montega.de

Publikation

Comment 20. März 2017

Höhere Kostenbasis führt zu enttäuschendem Ausblick

ad pepper hat heute überraschend eine Guidance für 2017 (Umsatz, EBITDA) veröffentlicht, die ergebnisseitig enttäuschend ausfällt. Ferner wurden die Erwartungen an das laufende Quartal quantifiziert und die Berufung von Dr. Jens Körner als CEO-Nachfolger von Ulrike Handel zum Alleinvorstand der Gruppe vermeldet.

Q1 mit Umsatzplus aber erwartetem EBITDA-Verlust: Im Vorjahr wurde bei 14,4 Mio. Euro Umsatz das beste Ergebnis in einem Q1 seit Bestehen des Konzerns erzielt (EBITDA: 0,5 Mio. Euro). Im laufenden Quartal erwartet das Management dagegen trotz einer Umsatzsteigerung auf 16,0 Mio. Euro (+11,1%) einen EBITDA-Verlust i.H.v. 0,3 Mio. Euro. Da das Bruttoergebnis mit 4,0 Mio. Euro über Vorjahr liegen soll, geht die negative Entwicklung auf eine deutliche Erhöhung der OPEX zurück (4,3 Mio. Euro vs. 3,4 Mio. Euro im Vj.). Wenngleich in den höheren Kosten ca. 0,4 Mio. Euro Sondereffekte enthalten sind (u.a. Abfindung des ehemaligen CEOs von Webgains, außerordentlicher Ertrag aus Währungskursgewinnen), zeigt die Erwartung an das laufende Quartal, dass ad pepper die hohe Kostendisziplin aus den ersten 9M/15 nicht aufrechterhalten wird.

Auf Basis des Q1 negativer Ausblick für das Gesamtjahr: Basierend auf der Geschäftsentwicklung in den ersten Monaten hat das Management einen EBITDA-Ausblick formuliert, der trotz erwarteter Erlöse in Höhe von 65 Mio. Euro mit 1,0 bis 1,5 Mio. Euro unter dem Vorjahresniveau liegt (1,7 Mio. Euro). Wir hatten bislang 67,0 Mio. Euro Umsatz prognostiziert und eine EBITDA-Verbesserung auf 2,6 Mio. Euro unterstellt. Auf Basis der höheren Kosten passen wir die Prognosen 2017 ff. nun deutlich nach unten an.

Investitionen in Mitarbeiter und IT, Partnerschaft mit IBM Watson bietet nach Anlaufkosten Chancen: Die schleppende Ergebnisentwicklung ist primär auf das Segment Webgains zurückzuführen. Einerseits haben sich die Konditionen mit vereinzelt Großkunden leicht verschlechtert, andererseits stieg zuletzt ebenfalls die Beschäftigtenzahl sowie die Bereitschaft, in neue technologische Funktionen der Plattform zu investieren (>90 MA vs. 82 MA in 2015). Die höheren Kosten für gut ausgebildete IT-Mitarbeiter belasten fortan die GuV und konterkarieren die vorige Strategie, bereits zeitnah eine möglichst hohe Skalierung der Plattform erzielen zu wollen. Auch die kürzlich angekündigte Partnerschaft mit IBM Watson verursacht zunächst Anlaufkosten (3 zusätzliche MA sowie Lizenzgebühren). Mittelfristig bietet die erstmalige Anbindung der IBM-Technologie an ein Online-Marketing-Unternehmen jedoch auch Chancen: Beispielsweise könnte künftig ein Großteil der Kundenanfragen automatisiert über Watsons Chatbot beantwortet werden oder die Affiliates passgenauere und konvertierungsstärkere Kampagnenvorschläge zu ihren Seiteninhalten erhalten.

Fazit: Ohne signifikante Ergebnissteigerung in 2017 und bei reduzierten Prognosen sehen wir unsere „Kaufen“-Empfehlung für die Aktie als nicht mehr gerechtfertigt an. Das neue DCF-basierte Kursziel liegt mit 2,20 Euro deutlich unter dem bisherigen Wert von 3,00 Euro und führt zu einem Downgrade des Titels auf „Halten“.

Geschäftsjahresende: 31.12.	2014	2015	2016e	2017e	2018e
Umsatz	47,3	56,0	61,2	65,7	73,2
Veränderung yoy	-4,7%	18,5%	9,2%	7,4%	11,4%
EBITDA	-3,7	0,5	1,7	1,4	2,0
EBIT	-3,9	0,2	1,6	1,1	1,7
Jahresüberschuss	-5,4	0,0	1,3	1,1	1,6
Bruttomarge	34,1%	28,3%	26,3%	25,8%	24,9%
EBITDA-Marge	-7,9%	1,0%	2,8%	2,1%	2,8%
EBIT-Marge	-8,3%	0,4%	2,5%	1,7%	2,4%
Net Debt	-13,9	-16,9	-18,3	-18,9	-19,8
Net Debt/EBITDA	3,7	-31,4	-10,5	-13,5	-9,8
ROCE	-56,0%	25,1%	-344,6%	-454,3%	530,2%
EPS	-0,26	0,00	0,06	0,05	0,07
FCF je Aktie	-0,09	0,07	0,07	0,03	0,04
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	0,4	0,4
EV/EBITDA	n.m.	53,4	16,6	20,6	14,2
EV/EBIT	n.m.	118,2	18,5	25,3	16,6
KGV	n.m.	n.m.	38,3	46,0	32,9
P/B	3,0	3,0	2,8	2,6	2,4

Quelle: Unternehmen, Montega, CapitalIQ

Angaben in Mio. EUR, EPS in EUR Kurs: 2,30

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 160 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 UK Ltd.		
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

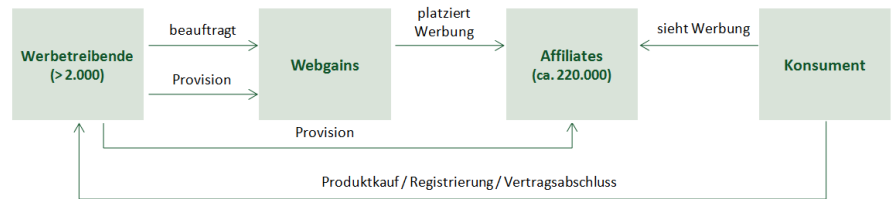
Segment ad pepper media

ad pepper media ist das Traditionsegment 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 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 2.000 Werbetreibende (Merchants) und 200.000 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.

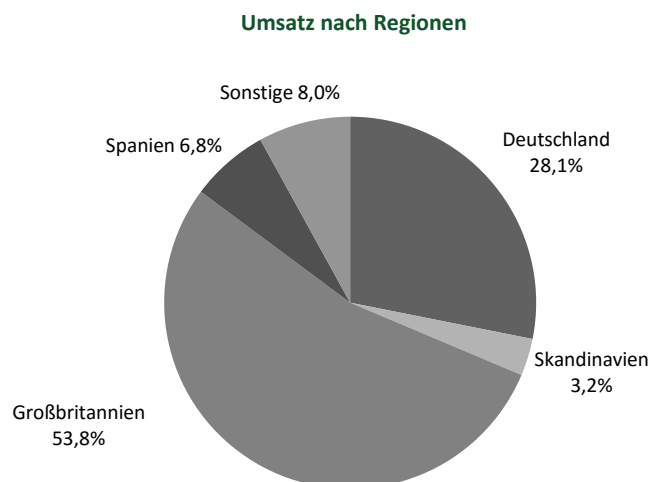
Segment ad agents

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 2015 konnten die größten Umsatzzuwächse im Kernmarkt UK erzielt werden, während die anderen Regionen eher stagnierten. Aktuell stellt sich der Umsatz nach Regionen folgendermaßen dar.



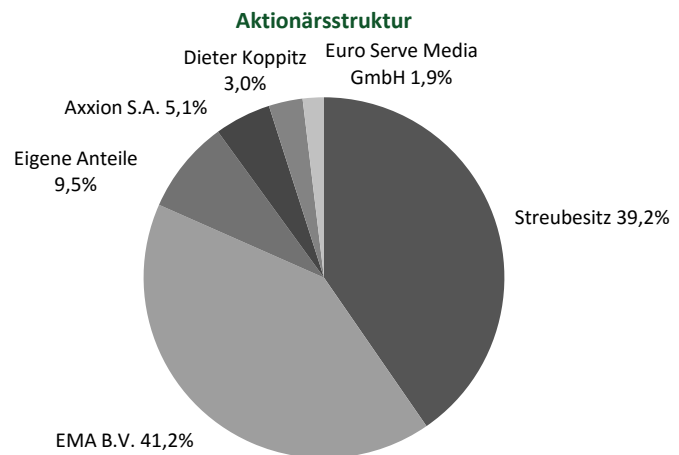
Quelle: Unternehmen

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	2016e	2017e	2018e	2019e	2020e	2021e	2022e	Terminal Value
Umsatz	61,2	65,7	73,2	80,5	87,9	94,0	98,5	101,5
<i>Veränderung</i>	9,2%	7,4%	11,4%	10,0%	9,2%	6,9%	4,8%	3,0%
EBIT	1,6	1,1	1,7	2,3	2,7	3,1	3,4	3,6
<i>EBIT-Marge</i>	2,5%	1,7%	2,4%	2,8%	3,1%	3,3%	3,5%	3,5%
NOPAT	1,2	0,9	1,4	1,9	2,2	2,3	2,4	2,5
Abschreibungen	0,2	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	0,4	0,4
<i>in % vom Umsatz</i>	0,3%	0,4%	0,4%	0,4%	0,4%	0,4%	0,4%	0,4%
Liquiditätsveränderung								
- Working Capital	0,4	-0,2	-0,4	0,4	0,3	0,3	0,2	0,0
- Investitionen	-0,5	-0,5	-0,6	-0,6	-0,6	-0,6	-0,6	-0,4
<i>Investitionsquote</i>	0,8%	0,8%	0,8%	0,8%	0,7%	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)	1,3	0,5	0,7	1,9	2,2	2,3	2,4	2,5
WACC	9,3%	9,3%	9,3%	9,3%	9,3%	9,3%	9,3%	9,3%
Present Value	1,3	0,4	0,6	1,5	1,6	1,5	1,4	21,7
Kumuliert	1,3	1,7	2,4	3,9	5,4	6,9	8,4	30,0

Wertermittlung (Mio. Euro)

Total present value (Tpv)	30,0
Terminal Value	21,7
Anteil vom Tpv-Wert	72%
Verbindlichkeiten	0,5
Liquide Mittel	16,9
Eigenkapitalwert	46,5

Annahmen: Umsatzwachstumsraten und Margenerwartungen

Kurzfristiges Umsatzwachstum	2016-2019	9,6%
Mittelfristiges Umsatzwachstum	2016-2021	9,0%
Langfristiges Umsatzwachstum	ab 2023	3,0%
EBIT-Marge	2016-2019	2,4%
EBIT-Marge	2016-2021	2,6%
Langfristige EBIT-Marge	ab 2023	3,5%

Aktienzahl (Mio.)	20,81
Wert je Aktie (Euro)	2,23
+Upside / -Downside	-3%
Aktienkurs (Euro)	2,30
Modellparameter	
Fremdkapitalquote	30,0%
Fremdkapitalzins	5,5%
Marktrendite	9,0%
risikofreie Rendite	2,50%

Sensitivität Wert je Aktie (Euro)

ewiges Wachstum

WACC	2,25%	2,75%	3,00%	3,25%	3,75%
9,78%	2,03	2,09	2,12	2,15	2,23
9,53%	2,07	2,14	2,17	2,21	2,30
9,28%	2,12	2,19	2,23	2,28	2,37
9,03%	2,17	2,25	2,30	2,34	2,45
8,78%	2,23	2,32	2,37	2,42	2,54

Sensitivität Wert je Aktie (Euro)

EBIT-Marge ab 2023e

WACC	3,00%	3,25%	3,50%	3,75%	4,00%
9,78%	1,96	2,05	2,12	2,18	2,25
9,53%	2,00	2,10	2,17	2,24	2,31
9,28%	2,05	2,16	2,23	2,31	2,38
9,03%	2,10	2,22	2,30	2,37	2,45
8,78%	2,16	2,28	2,37	2,45	2,53

Quelle: Montega

G&V (in Mio. Euro) ad pepper media Int. N.V.	2013	2014	2015	2016e	2017e	2018e
Umsatz	49,6	47,3	56,0	61,2	65,7	73,2
Herstellungskosten	28,9	31,2	40,2	45,1	48,8	54,9
Bruttoergebnis	20,7	16,1	15,8	16,1	16,9	18,3
Forschung und Entwicklung	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Vertriebskosten	15,0	12,6	10,6	9,5	10,7	11,2
Verwaltungskosten	10,0	7,6	6,4	5,2	5,3	5,4
Sonstige betriebliche Aufwendungen	1,3	1,5	2,1	2,0	2,0	2,3
Sonstige betriebliche Erträge	1,6	1,7	3,1	2,1	2,2	2,3
EBITDA	5,0	-3,7	0,5	1,7	1,4	2,0
Abschreibungen auf Sachanlagen	0,2	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1
EBITA	4,7	-3,9	0,4	1,6	1,3	1,9
Amortisation immaterielle Vermögensgegenstände	0,0	0,1	0,2	0,1	0,1	0,1
Impairment Charges und Amortisation Goodwill	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
EBIT	4,7	-3,9	0,2	1,6	1,1	1,7
Finanzergebnis	0,6	-1,3	0,2	0,1	0,1	0,1
Ergebnis der gewöhnlichen Geschäftstätigkeit	5,3	-5,2	0,4	1,7	1,3	1,9
Außerordentliches Ergebnis	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
EBT	5,3	-5,2	0,4	1,7	1,3	1,9
EE-Steuern	0,2	0,1	0,3	0,3	0,2	0,3
Jahresüberschuss aus fortgef. Geschäftstätigkeit	5,1	-5,3	0,1	1,3	1,1	1,6
Ergebnis aus nicht fortgeführter Geschäftstätigkeit (netto)	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Jahresüberschuss vor Anteilen Dritter	5,1	-5,3	0,1	1,3	1,1	1,6
Anteile Dritter	0,1	0,1	0,2	0,0	0,0	0,0
Jahresüberschuss	5,0	-5,4	0,0	1,3	1,1	1,6

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

G&V (in % vom Umsatz) ad pepper media Int. N.V.	2013	2014	2015	2016e	2017e	2018e
Umsatz	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%
Herstellungskosten	58,3%	65,9%	71,7%	73,7%	74,2%	75,1%
Bruttoergebnis	41,7%	34,1%	28,3%	26,3%	25,8%	24,9%
Forschung und Entwicklung	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
Vertriebskosten	30,21%	26,66%	18,88%	15,55%	16,36%	15,35%
Verwaltungskosten	20,13%	16,17%	11,39%	8,42%	8,00%	7,32%
Sonstige betriebliche Aufwendungen	2,65%	3,12%	3,78%	3,30%	3,00%	3,10%
Sonstige betriebliche Erträge	3,28%	3,49%	5,51%	3,50%	3,30%	3,20%
EBITDA	10,0%	-7,9%	1,0%	2,8%	2,1%	2,8%
Abschreibungen auf Sachanlagen	0,5%	0,3%	0,3%	0,2%	0,2%	0,2%
EBITA	9,5%	-8,2%	0,7%	2,6%	1,9%	2,6%
Amortisation immaterielle Vermögensgegenstände	0,1%	0,2%	0,3%	0,1%	0,2%	0,2%
Impairment Charges und Amortisation Goodwill	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
EBIT	9,5%	-8,3%	0,4%	2,5%	1,7%	2,4%
Finanzergebnis	1,2%	-2,7%	0,4%	0,2%	0,2%	0,2%
Ergebnis der gewöhnlichen Geschäftstätigkeit	10,7%	-11,1%	0,8%	2,7%	1,9%	2,6%
Außerordentliches Ergebnis	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
EBT	10,7%	-11,1%	0,8%	2,7%	1,9%	2,6%
EE-Steuern	0,4%	0,2%	0,5%	0,5%	0,3%	0,4%
Jahresüberschuss aus fortgef. Geschäftstätigkeit	10,3%	-11,3%	0,2%	2,2%	1,6%	2,1%
Ergebnis aus nicht fortgeführter Geschäftstätigkeit (netto)	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Jahresüberschuss vor Anteilen Dritter	10,3%	-11,3%	0,2%	2,2%	1,6%	2,1%
Anteile Dritter	0,3%	0,2%	0,3%	0,0%	0,0%	0,0%
Jahresüberschuss	10,0%	-11,5%	-0,1%	2,2%	1,6%	2,1%

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

Bilanz (in Mio. Euro) ad pepper media Int. N.V.	2013	2014	2015	2016e	2017e	2018e
AKTIVA						
Immaterielle Vermögensgegenstände	0,3	0,4	0,3	0,5	0,7	0,8
Sachanlagen	0,2	0,2	0,2	0,3	0,4	0,6
Finanzanlagen	14,9	6,3	5,8	5,8	5,8	5,8
Anlagevermögen	15,5	6,9	6,3	6,6	6,9	7,2
Vorräte	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Forderungen aus Lieferungen und Leistungen	7,1	7,7	10,0	10,9	12,2	13,6
Liquide Mittel	12,9	13,9	16,9	18,3	18,9	19,8
Sonstige Vermögensgegenstände	0,9	1,7	0,8	0,8	0,8	0,8
Umlaufvermögen	20,8	23,4	27,7	30,0	31,9	34,2
Bilanzsumme	36,3	30,3	34,0	36,7	38,8	41,4
PASSIVA						
Eigenkapital	24,4	16,0	16,0	17,4	18,4	20,0
Anteile Dritter	0,2	0,3	0,5	0,5	0,5	0,5
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	8,0	9,9	13,6	14,9	16,0	17,0
Sonstige Verbindlichkeiten	3,7	4,1	3,9	3,9	3,9	3,9
Verbindlichkeiten	11,7	14,0	17,5	18,8	19,9	20,9
Bilanzsumme	36,3	30,3	34,0	36,7	38,8	41,4

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

Bilanz (in % der Bilanzsumme) ad pepper media Int. N.V.	2013	2014	2015	2016e	2017e	2018e
AKTIVA						
Immaterielle Vermögensgegenstände	0,8%	1,4%	1,0%	1,5%	1,7%	2,0%
Sachanlagen	0,6%	0,7%	0,4%	0,7%	1,0%	1,3%
Finanzanlagen	41,2%	20,8%	17,1%	15,8%	15,0%	14,0%
Anlagevermögen	42,6%	22,8%	18,6%	18,0%	17,7%	17,3%
Vorräte	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Forderungen aus Lieferungen und Leistungen	19,5%	25,5%	29,4%	29,7%	31,4%	32,9%
Liquide Mittel	35,5%	46,0%	49,8%	50,0%	48,8%	47,8%
Sonstige Vermögensgegenstände	2,3%	5,6%	2,4%	2,2%	2,1%	2,0%
Umlaufvermögen	57,3%	77,1%	81,5%	81,9%	82,3%	82,6%
Bilanzsumme	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%
PASSIVA						
Eigenkapital	67,1%	52,7%	47,1%	47,3%	47,4%	48,2%
Anteile Dritter	0,7%	1,1%	1,5%	1,4%	1,3%	1,2%
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	21,9%	32,6%	40,1%	40,6%	41,2%	41,1%
Sonstige Verbindlichkeiten	10,3%	13,6%	11,5%	10,7%	10,1%	9,5%
Verbindlichkeiten	32,2%	46,2%	51,6%	51,3%	51,3%	50,5%
Bilanzsumme	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%

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

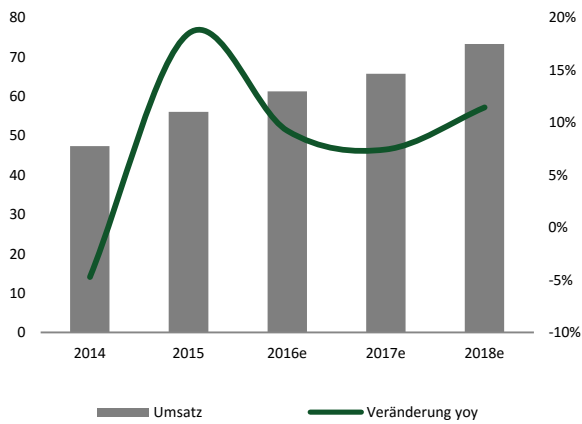
Kapitalflussrechnung (in Mio. Euro) ad pepper media Int. N.V.	2013	2014	2015	2016e	2017e	2018e
Jahresüberschuss/ -fehlbetrag	5,1	-5,3	0,1	1,3	1,1	1,6
Abschreibung Anlagevermögen	0,2	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1
Amortisation immaterielle Vermögensgegenstände	0,0	0,1	0,2	0,1	0,1	0,1
Veränderung langfristige Rückstellungen	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Sonstige zahlungsunwirksame Erträge/Aufwendungen	-8,3	1,7	-1,1	0,0	0,0	0,0
Cash Flow	-2,9	-3,4	-0,6	1,5	1,3	1,9
Veränderung Working Capital	-1,7	1,7	2,3	0,4	-0,2	-0,4
Cash Flow aus operativer Tätigkeit	-4,6	-1,7	1,6	1,9	1,1	1,5
CAPEX	-0,2	-0,3	-0,2	-0,5	-0,5	-0,6
Sonstiges	4,9	1,0	3,4	0,0	0,0	0,0
Cash Flow aus Investitionstätigkeit	4,6	0,7	3,2	-0,5	-0,5	-0,6
Dividendenzahlung	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Veränderung Finanzverbindlichkeiten	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Sonstiges	-0,2	0,0	0,2	0,0	0,0	0,0
Cash Flow aus Finanzierungstätigkeit	-0,2	0,0	0,2	0,0	0,0	0,0
Effekte aus Wechselkursänderungen	0,5	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Veränderung liquide Mittel	-0,2	-1,0	5,0	1,4	0,6	0,9
Endbestand liquide Mittel	12,9	11,9	16,9	18,3	18,9	19,8

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

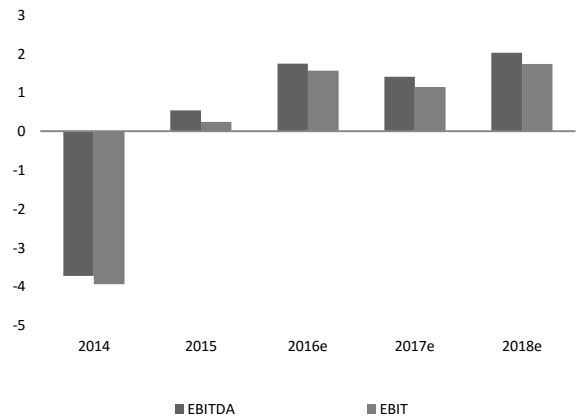
Kennzahlen ad pepper media Int. N.V.	2013	2014	2015	2016e	2017e	2018e
Ertragsmargen						
Bruttomarge (%)	41,7%	34,1%	28,3%	26,3%	25,8%	24,9%
Rohrertragsmarge (%)	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%
EBITDA-Marge (%)	10,0%	-7,9%	1,0%	2,8%	2,1%	2,8%
EBIT-Marge (%)	9,5%	-8,3%	0,4%	2,5%	1,7%	2,4%
EBT-Marge (%)	10,7%	-11,1%	0,8%	2,7%	1,9%	2,6%
Netto-Umsatzrendite (%)	10,3%	-11,3%	0,2%	2,2%	1,6%	2,1%
Kapitalverzinsung						
ROCE (%)	53,4%	-56,0%	25,1%	-344,6%	-454,3%	530,2%
ROE (%)	26,9%	-22,1%	-0,2%	8,1%	5,9%	8,3%
ROA (%)	13,7%	-17,9%	-0,1%	3,7%	2,7%	3,8%
Solvenz						
Net Debt zum Jahresende (Mio. Euro)	-12,9	-13,9	-16,9	-18,3	-18,9	-19,8
Net Debt / EBITDA	-2,6	n.m.	-31,4	-10,5	-13,5	-9,8
Net Gearing (Net Debt/EK)	-0,5	-0,9	-1,0	-1,0	-1,0	-1,0
Kapitalfluss						
Free Cash Flow (Mio. EUR)	-4,9	-2,0	1,4	1,4	0,6	0,9
Capex / Umsatz (%)	8%	-1%	-3%	1%	1%	1%
Working Capital / Umsatz (%)	-1%	-3%	-5%	-6%	-6%	-5%
Bewertung						
EV/Umsatz	0,6	0,6	0,5	0,5	0,4	0,4
EV/EBITDA	5,8	-	53,4	16,6	20,6	14,2
EV/EBIT	6,2	-	118,2	18,5	25,3	16,6
EV/FCF	-	-	20,0	20,5	48,7	-
KGV	10,0	-	-	38,3	46,0	32,9
P/B	2,0	3,0	3,0	2,8	2,6	2,4
Dividendenrendite	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%

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

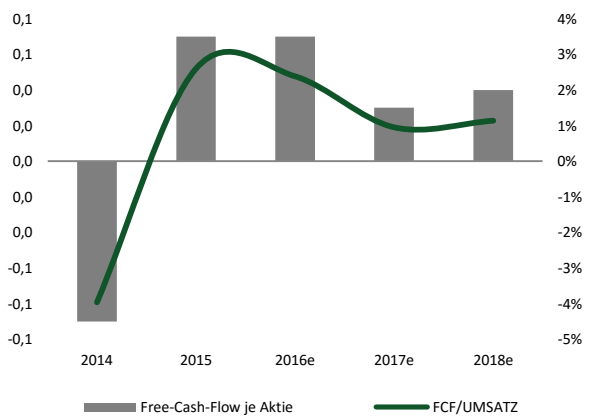
Umsatzentwicklung



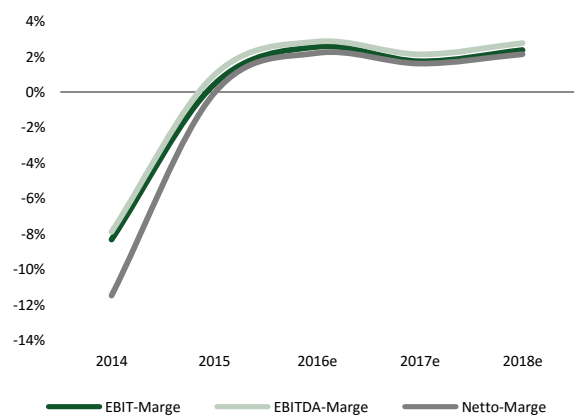
Ergebnisentwicklung



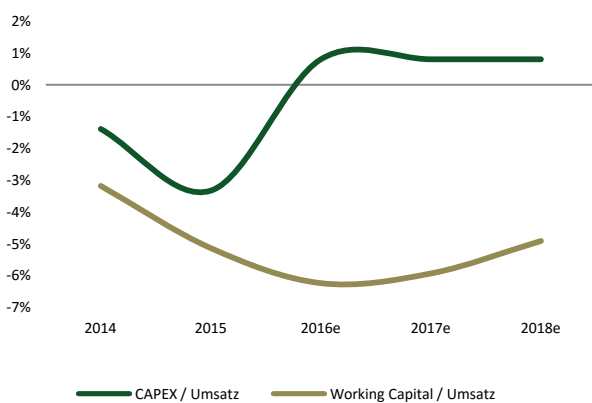
Free-Cash-Flow Entwicklung



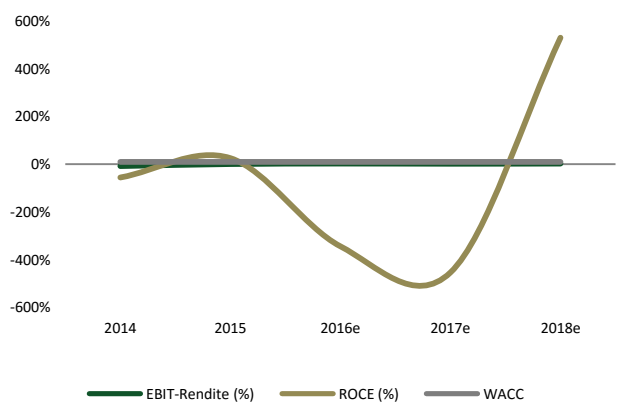
Margenentwicklung



Investitionen / Working Capital



EBIT-Rendite / ROCE



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%