

Update

BUY

Target Price: 2,50 EUR

Branche: Online-Marketing
Land: Deutschland
WKN: 940883
Reuters: APME.DE
Webseite: www.adpepper.com

Kurs aktuell: 1,65
Hoch Tief
Kurs 52 W.: 1,95 0,82
Marktkap. (Mio. EUR) 35,4
Anzahl Aktien (in Mio.) 21,4

Aktionäre

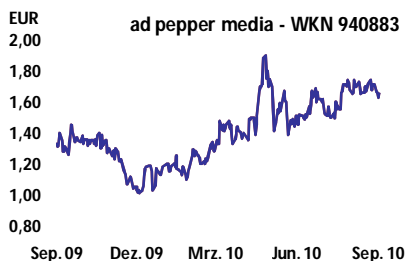
EMA B.V. 41,25 %
Eigene Anteile 9,02 %
U. Schmidt 4,37 %
Grabacap ApS 3,51 %
M.A. Carton 1,44 %
Euroserve Media GmbH 1,33 %

Performance

4 Wochen -2,94%
13 Wochen 8,55%
26 Wochen 11,49%
52 Wochen 25,00%
lfd. Jahr 37,50%

Dividende

	in EUR	in %
2007	0,00	0,00 %
2008	0,00	0,00 %
2009e	0,00	0,00 %
2010e	0,00	0,00 %



Dr. Norbert Kalliwoda
nk@kalliwoda.com

Kolja Schick – Freiherr von Flotow
ks@kalliwoda.com

Phone: +49 (69) 97 20 58 53
www.kalliwoda.com

AD PEPPER MEDIA INT. N.V.

Auf dem Weg zu nachhaltigen Gewinnen

- Der Wachstumstrend von ad pepper ist ungebrochen. Dabei wächst neben dem Umsatz nun auch das Ergebnis deutlich. Das EBITDA betrug im ersten Halbjahr 0,7 Mio. Euro, nach einem Minus von -1,7 Mio. Euro im Vorjahr. Das EBIT war ebenfalls deutlich positiv, mit 0,3 Mio. Euro (Vj.: -3,0 Mio. Euro). Der Umsatz wuchs um 7,8 Prozent, unter Berücksichtigung der eingestellten Aktivitäten in Italien sogar um 11 Prozent.
- Das Management hat die Ergebnisprognose für 2010 angehoben. Es geht jetzt von einem EBITDA für das Gesamtjahr von 1,5 Mio. Euro aus. Zuvor war die Prognose das Erreichen des Break-Even gewesen. Auch wir haben unsere Schätzungen nach oben angepasst.
- Die Maßnahmen zur Kostensenkung (u.a. Schließung von Niederlassungen) machen sich bezahlt. Mit weiterem Umsatzwachstum wird die Rentabilität steigen und die Gesellschaft nachhaltige Gewinne erzielen.
- Weiterhin ein wichtiger Wachstumstreiber bleiben die USA, wo die iSense Technologie eine hohe Akzeptanz erfährt. Wir gehen davon aus, dass die übrigen Regionen früher oder später nachziehen werden und die Vorteile der Technologie nutzen werden. Dann sollten sich die Investitionen, die ad pepper in iSense getätigt hat, sich rentieren.
- Die Eigenkapitalquote bleibt auf einem sehr hohen Niveau (70 Prozent). Es bestehen keine langfristigen Verbindlichkeiten. Die Gesellschaft verfügt über extrem viel Liquidität, die für kleinere strategische Zukäufe (siehe Akquisition von Videovalis) und organisches Wachstum genutzt wird.
- Der neue in unserem DCF-Modell hergeleitete faire Wert beläuft sich auf 2,49 Euro.

Mio. EUR	2008	2009	2010E	2011E	2012E
Umsatzerlöse	52,64	46,90	51,24	55,50	61,00
EBITDA	-3,65	-0,10	1,87	3,48	4,47
EBIT	2,47	-32,10	1,07	2,78	3,97
Nettoergebnis	2,61	-34,33	1,93	2,78	3,87
EPS	0,24	-1,61	0,08	0,12	0,17
BVPS	2,44	0,94	1,20	1,33	1,85
CFPS	0,32	-0,10	0,13	0,16	0,20
RoE	4,69%	-159,83%	7,51%	9,75%	9,75%
RoS	4,96 %	-73,20 %	3,77 %	5,01 %	6,35 %
EBIT margin	4,70 %	-68,44 %	2,10 %	5,00 %	6,50 %

Inhalt

1	Unternehmensprofil	3
2	Aktuelle Entwicklung	3
3	Aktie	6
4	SWOT	7
5	Absatz-, Rendite- und Ertragsindikatoren	8
6	Finanzteil	9
6.1	Gewinn- und Verlustrechnung	9
6.2	Bilanzen	10
6.3	Kapitalflussrechnung	11
7	Bewertung	12
7.1	DCF-Modell	12
7.2	WACC	13
7.3	Fair Value – Sensitivitäten	13
7.4	Peer Group Analyse.....	14
8	Kontakt	15
9	DISCLAIMER	16

1 Unternehmensprofil

Die ad pepper media International N.V. hat ihren Sitz in Amsterdam, Niederlande und wurde 1999 gegründet. Als Management- und Holdinggesellschaft der Gruppe erbringt sie zentrale Tätigkeiten wie Marketing, Controlling und Finance. ad pepper media ist mit 15 Niederlassungen in neun europäischen Ländern und den USA vertreten. Die Kampagnen von ad pepper werden von 236 Mitarbeitern in mehr als 50 Ländern ausgeführt. ad pepper media bietet individuelle Lösungen für semantisches Advertising, Lead Generierung sowie Brand Protection und besitzt ein schnell wachsendes Affiliate-Netzwerk. Kunden von ad pepper sind Media-Agenturen, Werbetreibende und Website-Betreiber. Mit den Bereichen Display, Performance-, E-Mail-, Affiliate- und Suchmaschinen-Marketing sowie Ad Serving wird der Großteil der Services im Bereich Online-Werbung angeboten. Als Spezialist im Bereich Display gegründet, hat sich ad pepper media, insbesondere durch Akquisitionen, zu einem Performance Marketing-Spezialisten entwickelt, der seinen Kunden ebenfalls Lösungen für die Bereiche Branding und E-Mail-Marketing anbietet.

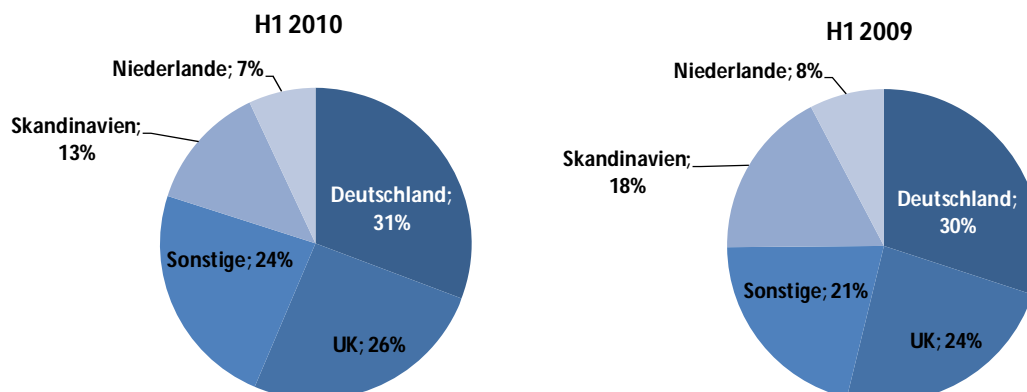
2 Aktuelle Entwicklung

Nachdem im ersten Quartal der operative Break-Even erreicht wurde, konnten sowohl Umsatz als auch Ergebnis in Q2 deutlich gesteigert werden. Der Umsatz stieg in den ersten sechs Monaten um 7,8 Prozent auf 24,9 Mio. Euro. Im Quartalsvergleich lag der Anstieg bei 12,4 Prozent. Die operativen Kosten konnten um 18,4 Prozent gesenkt werden. Das EBITDA des ersten Halbjahres betrug 0,7 Mio. Euro (H1 2009: -1,7 Mio. Euro). Das EBIT des ersten Halbjahres (0,322 Mio. Euro) wurde nahezu vollständig in Q2 (0,304 Mio. Euro) erwirtschaftet. Vor einem Jahr wurde mit -3,0 Mio. Euro in H1 ein deutlich negatives operatives Ergebnis erzielt. Auch das Periodenergebnis stieg deutlich an, von -2,0 Mio. Euro im ersten Halbjahr 2009 auf 1,1 Mio. Euro in diesem Jahr. Dies entspricht einem Ergebnis je Aktie von 0,04 Euro (Vj: -0,09 Euro).

Regionale Umsatzverteilung

An der regionalen Verteilung der Umsätze änderte sich wenig. Sonstige und UK legten leicht zu während Skandinavien dementsprechend abgab. Wir erwarten, dass die Sonstigen Länder, zu denen die USA gehören, weiter Anteile gewinnen werden. ad pepper expandiert weiter in den USA und hat ein zweites Büro (diesmal an der Westküste, nach dem ersten Büro in New York) eröffnet. Der gestiegene Auftragseingang und die Nachfrage nach internationalen Kampagnen lassen diesen Schritt sinnvoll erscheinen.

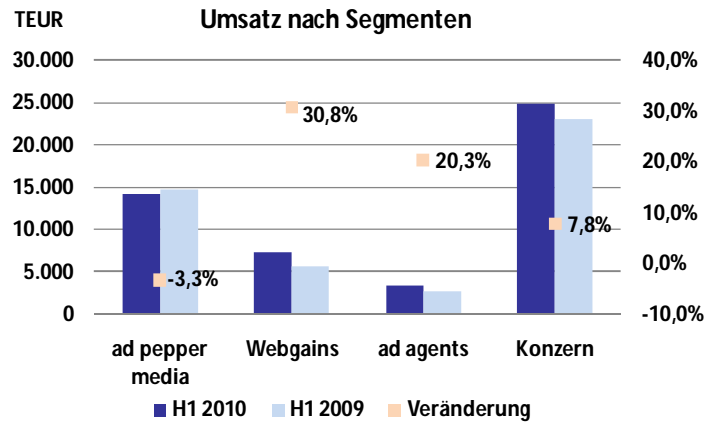
Umsatzverteilung nach Regionen



Quelle: Unternehmen

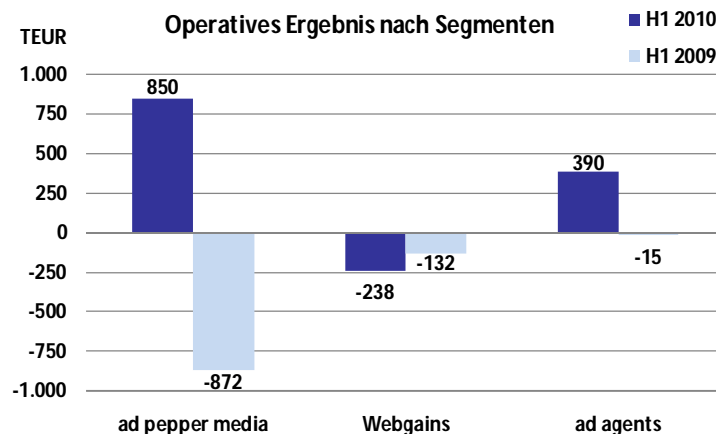
Segmente

Das Segment ad pepper media musste beim Umsatz leichte Einbußen hinnehmen (-3,3 Prozent auf 14,2 Mio. Euro). Webgains und ad agents konnten den Umsatz dagegen deutlich steigern, wenn auch auf niedrigerem Niveau als ad pepper media. Webgains legte um 30,8 Prozent auf 7,4 Mio. Euro zu, während ad agents 20,3 Prozent hinzugewann auf 3,3 Mio. Euro.



Quelle: Unternehmen

Beim operativen Ergebnis konnte ad pepper media, anders als beim Umsatz, den größten Zuwachs verzeichnen. Nach einem Minus von -0,9 Mio. Euro im Vorjahr, erzielte das Segment in den ersten sechs Monaten 2010 ein Ergebnis vor Zinsen und Steuern von +0,9 Mio. Euro. ad agents konnte sein Ergebnis ebenfalls in den positiven Bereich bringen (0,4 Mio. Euro nach einem leichten Minus im Vorjahr). Allein das operative Ergebnis von Webgains fiel mit -0,2 Mio. Euro schlechter aus als vor einem Jahr (-0,1 Mio. Euro).



Quelle: Unternehmen

Der operative Cashflow war mit -1,4 Mio. Euro im ersten Halbjahr negativ. Im Vorjahr lag dieser Wert bei -1,0 Mio. Euro. Die Eigenkapitalquote hatte sich zum Stichtag weiter erhöht und betrug 70 Prozent. Damit konnte sie gegenüber 31.12.2009 um 5 Prozent gesteigert werden. ad pepper ist weiterhin komplett eigenfinanziert und verfügt über eine sehr hohe Liquidität von 21,8 Mio. Euro, was einer Liquidität je Aktie von 1,12 Euro entspricht.

3 Ausblick

Wir sehen ad pepper nach wie vor auf dem richtigen Weg. Die Fokussierung auf performance-basiertes Marketing halten wir weiterhin für richtig, da diese Werbeform in den vergangenen wirtschaftlich schlechten Zeiten Marktanteile gewinnen konnte. Werbung, die erfolgsabhängig vergütet wird, leidet auch unter sinkenden Werbeumsätzen, jedoch nicht so stark wie Displaywerbung, die höhere Einbußen hinnehmen musste, weil Werbekunden bei sinkenden Werbebudgets erfolgsorientierte Werbung bevorzugen.

Die USA bleiben ein wichtiger Wachstumstreiber für ad pepper. Gleichzeitig werden erfolgsversprechende Technologien ausgebaut. So hat ad pepper im August eine Minderheitsbeteiligung an Videovalis, einem Anbieter von Videoinhalten und Content-Syndication-Lösungen, erworben. Für die übrigen Anteile besitzt ad pepper eine Kaufoption. Mit dieser Akquisition verstärkt die Gesellschaft den Bereich Videoinhalte im Internet, um den Kunden auch in diesem wachstumsstarken Bereich Lösungen zu bieten.

Werbemedium Internet weiter auf Wachstumskurs

Auch die Entwicklung im Werbemarkt, Budgets aus den klassischen Werbeformen in das Internet zu lenken, hält weiter an. Daher gehen wir unverändert davon aus, dass der Online-Werbemarkt wachsen wird. Die Geschwindigkeit des Wachstums von ad pepper hängt, zumindest kurzfristig, von der konjunkturellen Entwicklung ab. Wenn sich die Weltwirtschaft nachhaltig stabilisiert und die Rezessionsängste schwinden, werden Kunden vermehrt Geld für Werbung ausgeben, wovon ad pepper profitieren wird.

Begrenztes Risiko

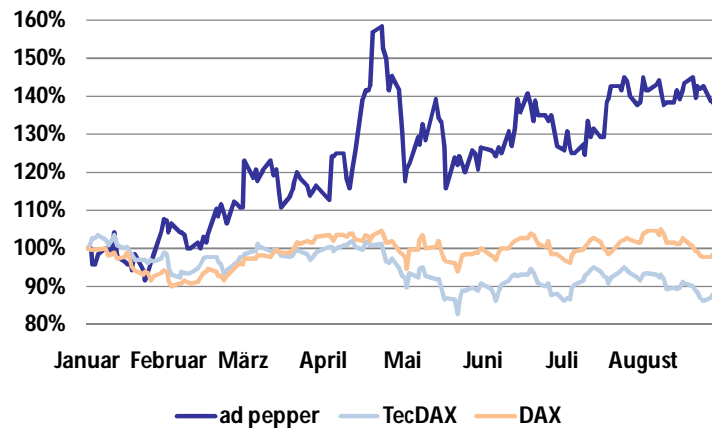
Die Bilanz von ad pepper ist weiterhin sehr stabil mit einer Eigenkapitalquote von 70 Prozent und ohne langfristige Bankschulden. Zusätzlich verfügt die Gesellschaft über eine nach wie vor sehr hohe Liquidität von 1,12 Euro je Aktie. Da das Management nicht plant, damit größere Zukäufe zu tätigen, steht diese Liquidität für kleinere Akquisitionen wie Videovalis (weniger als 1 Mio. Euro) sowie für organisches Wachstum zur Verfügung. Außerdem verfügt ad pepper damit über genügend Reserven für schlechtere Zeiten.

Wir haben unsere Schätzungen nach oben angepasst und empfehlen die Aktie weiterhin zum Kauf. Unser neues Kursziel beträgt 2,50 Euro.

4 Aktie

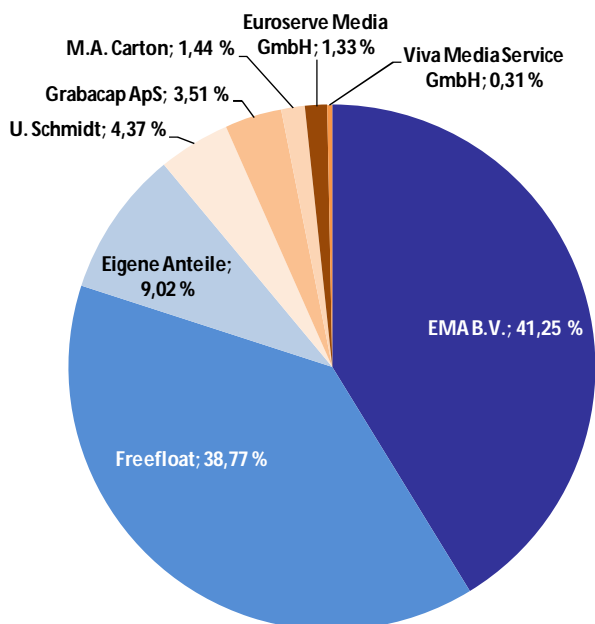
Die Aktie von ad pepper media zeigt im bisherigen Jahresverlauf eine erfreuliche Performance. Der Zuwachs seit Anfang Januar liegt heute bei 36 Prozent. Zum Vergleich: der DAX liegt aktuell etwa auf dem gleichen Niveau wie zu Beginn des Jahres, während der TecDAX sogar 10 Prozent darunter notiert. Ihren Tiefpunkt hatte die Aktie von ad pepper Ende Januar bei 1,10 Euro (-8 Prozent gegenüber Jahresbeginn). Seitdem entwickelte sie sich beständig aufwärts, bis Mitte April ein deutlicher Kurssprung folgte. Aktuell liegt sie bei 1,63 Euro.

Aktienkursperformance 2010



Aktionärstruktur

In der Aktionärstruktur ergaben sich im zweiten Quartal keine nennenswerten Änderungen, so dass sich die Aktionäre der ad pepper media wie folgt darstellen.



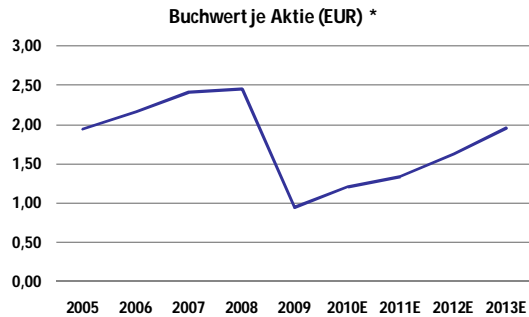
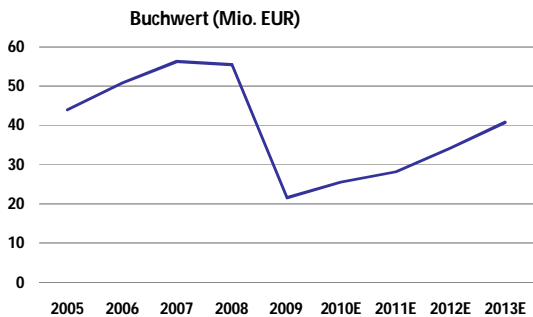
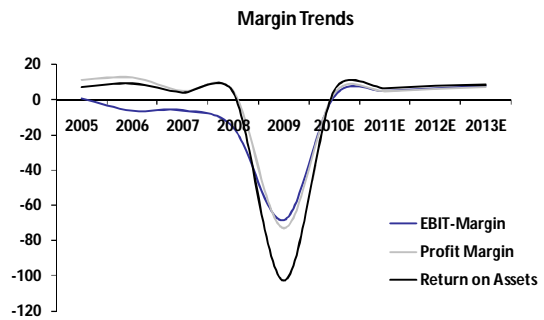
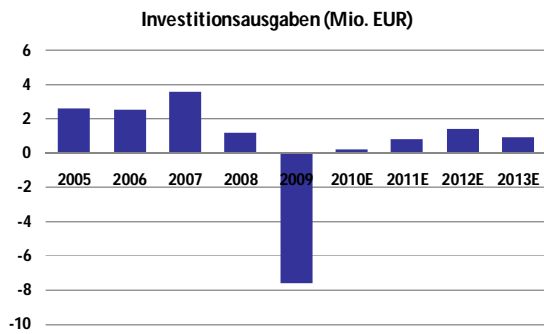
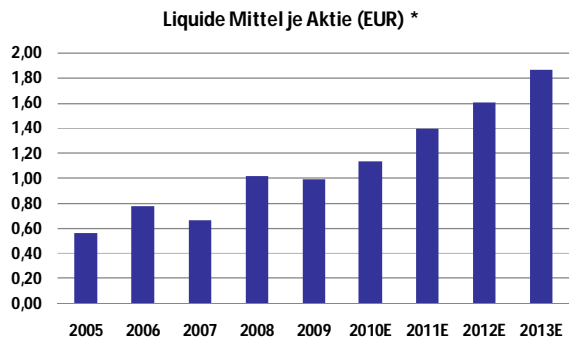
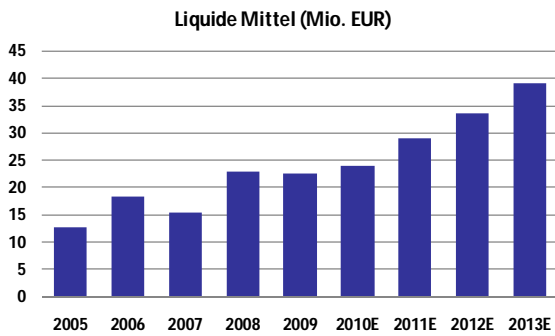
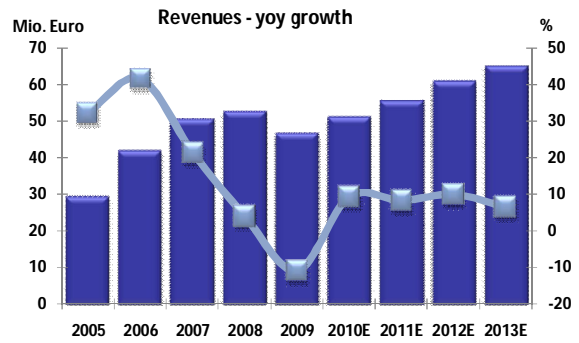
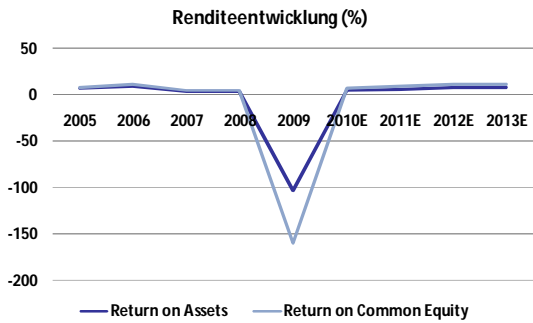
Aktionär	Anteil
EMA B.V.	41,25 %
Freefloat	38,77 %
Eigene Anteile	9,02 %
U. Schmidt	4,37 %
Grabacap ApS	3,51 %
M.A. Carton	1,44 %
Euroserve Media GmbH	1,33 %
Viva Media Service GmbH	0,31 %

Quelle: Unternehmen

5 SWOT

Stärken	Schwächen
<ul style="list-style-type: none"> - Breites Dienstleistungsportfolio mit Fokus auf Performance-Marketing - Internationale Ausrichtung - Webgains ist eines der am schnellsten wachsenden Affiliate Networks - Einzigartige Technologien 	<ul style="list-style-type: none"> - Investitionen in iSense schlagen sich bisher nur langsam im Umsatz wider - Erklärungsbedürftige Produkte - Beratungsintensive Technologie
Chancen	Risiken
<ul style="list-style-type: none"> - Online-Marketing ist Wachstumsmarkt - Markt richtet sich auf Performance-Marketing aus - Trend weg von traditioneller Werbung hin zu Online-Marketing - Patentierte Technologie für semantisches Targeting kann zu Wettbewerbsvorteil werden 	<ul style="list-style-type: none"> - Steigende Wettbewerbsintensität durch Konsolidierung - Kein oder später Zugang zum Markt für mobile Anwendungen - Konjunkturelle Lage verschlechtert sich/ Rezessionsängste der Werbekunden nehmen zu

6 Absatz-, Rendite- und Ertragsindikatoren



* In 2009 wurde ein Aktiensplit durchgeführt. Daher wurde die Anzahl der Aktien in den Vorjahren angepasst.

Quelle: Unternehmen (berichtete Daten), Dr. Kalliwoda Research (Prognosen)

7 Finanzteil

7.1 Gewinn- und Verlustrechnung

Gewinn- und Verlustrechnung - ad pepper							
Zahlenangaben in EUR m	Geschäftsjahr						
	2007	2008	2009	2010e	2011e	2012e	2013e
Umsatzerlöse	50,6	52,6	46,9	51,2	55,5	61,0	65,0
Umsatzkosten	-26,5	-30,1	-26,0	-25,1	-26,6	-29,3	-31,2
Bruttoergebnis vom Umsatz	24,2	22,5	20,9	26,1	28,9	31,7	33,8
Vertriebskosten	-15,3	-16,8	-14,0	-14,3	-14,7	-15,6	-16,3
Allgemeine und Verwaltungskosten	-10,9	-11,6	-9,0	-8,7	-9,4	-10,4	-10,4
Sonstige betriebliche Erträge	0,6	2,4	1,0	1,0	1,1	1,2	1,3
Sonstige betriebliche Aufwendungen	-1,6	-4,9	-31,0	-3,0	-3,1	-3,1	-3,3
Operatives Ergebnis	-3,1	-8,3	-32,1	1,1	2,8	4,0	5,2
Gewinn aus der Veräußerung von Anteilen an assoziierten Unternehmen und von sonstigen Beteiligungen	6,8	10,8	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
EBIT	3,8	2,5	-32,1	1,1	2,8	4,0	5,2
Finanzerträge	0,6	1,3	1,3	1,5	0,9	1,2	1,2
Finanzaufwendungen	-0,1	0,0	-3,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Ergebnis vor Steuern	4,4	3,7	-33,8	2,6	3,7	5,2	6,4
Steuern vom Einkommen und Ertrag	-1,8	-1,1	-0,5	-0,6	-0,9	-1,3	-1,6
Periodengewinn	2,6	2,6	-34,3	1,9	2,8	3,9	4,8
davon entfallen auf Anteilseigner des Mutterunternehmens	2,6	2,6	-34,3	1,6	2,5	3,7	4,8
davon entfallen auf Minderheitenanteile	0,0	0,0	0,0	0,3	0,3	0,2	0,0
EPS (unverwässert)	0,23	0,24	-1,61	0,08	0,12	0,17	0,22
EPS (verwässert)	0,22	0,23	-1,60	0,08	0,12	0,17	0,22
Profit & Loss (Year on Year)							
Umsatzerlöse		4,0 %	-10,9 %	9,3 %	8,3 %	9,9 %	6,6 %
Umsatzkosten		13,8 %	-13,6 %	-3,4 %	6,1 %	9,9 %	6,6 %
Bruttoergebnis vom Umsatz		-6,8 %	-7,2 %	25,1 %	10,4 %	9,9 %	6,6 %
Vertriebskosten		9,5 %	-16,6 %	2,5 %	2,5 %	5,8 %	4,5 %
Allgemeine und Verwaltungskosten		6,3 %	-22,5 %	-3,2 %	8,3 %	9,9 %	0,3 %
Sonstige betriebliche Erträge		314,6 %	-59,0 %	0,0 %	11,0 %	9,9 %	6,6 %
Sonstige betriebliche Aufwendungen		213,1 %	529,0 %	-90,3 %	1,8 %	-0,1 %	6,6 %
Operatives Ergebnis		173,2 %	284,6 %	-103,3 %	158,2 %	42,9 %	31,1 %
Gewinn aus der Veräußerung von Anteilen an assoziierten Unternehmen und von sonstigen Beteiligungen		58,4 %	-100,0 %				
EBIT		-34,4 %	-1397,3 %	-103,3 %	158,2 %	42,9 %	31,1 %
Finanzerträge		96,1 %	0,0 %	18,6 %	-38,0 %	29,0 %	0,0 %
Finanzaufwendungen		-76,5 %	24900,0 %	-100,0 %			
Ergebnis aus laufender Geschäftstätigkeit		-14,7 %	-1007,7 %	-107,6 %	43,9 %	39,4 %	23,9 %
Steuern		-37,3 %	-55,2 %	28,7 %	43,9 %	39,4 %	23,9 %
Konzernergebnis		0,9 %	-1415,4 %	-105,6 %	43,9 %	39,4 %	23,9 %
Profit & Loss (% of Revenues)							
Umsatzerlöse	100,0 %	100,0 %	100,0 %	100,0 %	100,0 %	100,0 %	100,0 %
Umsatzkosten	-52,3 %	-57,2 %	-55,4 %	-49,0 %	-48,0 %	-48,0 %	-48,0 %
Bruttoergebnis vom Umsatz	47,7 %	42,8 %	44,6 %	51,0 %	52,0 %	52,0 %	52,0 %
Vertriebskosten	-30,3 %	-31,9 %	-29,9 %	-28,0 %	-26,5 %	-25,5 %	-25,0 %
Allgemeine und Verwaltungskosten	-21,6 %	-22,1 %	-19,2 %	-17,0 %	-17,0 %	-17,0 %	-16,0 %
Sonstige betriebliche Erträge	1,2 %	4,6 %	2,1 %	2,0 %	2,0 %	2,0 %	2,0 %
Sonstige betriebliche Aufwendungen	-3,1 %	-9,4 %	-66,1 %	-5,9 %	-5,5 %	-5,0 %	-5,0 %
Operatives Ergebnis	-6,0 %	-15,9 %	-68,4 %	2,1 %	5,0 %	6,5 %	8,0 %
Gewinn aus der Veräußerung von Anteilen an assoziierten Unternehmen und von sonstigen Beteiligungen	13,5 %	20,6 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %
EBIT	7,5 %	4,7 %	-68,4 %	2,1 %	5,0 %	6,5 %	8,0 %
Finanzerträge	1,3 %	2,4 %	2,7 %	2,9 %	1,7 %	2,0 %	1,8 %
Finanzaufwendungen	-0,1 %	0,0 %	-6,4 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %
Ergebnis aus laufender Geschäftstätigkeit	8,6 %	7,1 %	-72,1 %	5,0 %	6,7 %	8,5 %	9,8 %
Steuern	-3,5 %	-2,1 %	-1,1 %	-1,3 %	-1,7 %	-2,1 %	-2,5 %
Konzernergebnis	5,1 %	5,0 %	-73,2 %	3,8 %	5,0 %	6,4 %	7,4 %

Dr. Kalliwoda | Research © 2010

7.2 Bilanzen

Bilanzen - ad pepper							
Zahlenangaben in EUR m	Geschäftsjahr						
	2007	2008	2009	2010e	2011e	2012e	2013e
Aktiva							
<u>Langfristige Vermögenswerte</u>							
Firmenwerte	20,7	20,8	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Immaterielle Vermögenswerte	9,2	5,3	0,9	1,0	1,0	1,0	1,0
Sachanlagen	1,1	0,8	0,6	1,0	1,0	1,0	1,0
Erfolgswirksam zum beizulegenden Zeitwert bewertete Papiere des Anlagevermögens	0,0	1,6	2,4	2,5	2,0	3,0	3,0
Zur Veräußerung verfügbare Papiere des Anlagevermögens	2,1	4,2	5,4	6,0	5,0	6,0	7,0
Andere finanzielle Vermögenswerte	0,8	2,7	0,7	1,0	1,0	1,0	2,0
Latente Steuern	3,0	0,7	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Summe langfristige Vermögenswerte	36,8	36,0	10,1	11,5	10,0	12,0	14,0
<u>Kurzfristige Vermögenswerte</u>							
Wertpapiere	3,4	11,5	3,4	3,3	3,5	6,2	8,0
Forderungen aus Lieferungen und Leistungen	12,8	10,3	6,4	8,0	8,5	10,0	10,0
Forderungen aus Ertragssteuern	1,2	1,2	1,2	0,9	0,9	0,9	0,9
Rechnungsabgrenzungsposten und sonstige kurzfristige Vermögenswerte	0,7	0,4	0,7	1,0	0,0	0,0	0,0
Sonstige finanzielle Vermögenswerte	1,9	1,9	0,4	1,0	1,8	3,0	4,0
Zahlungsmittel und Zahlungsmitteläquivalente	12,0	5,8	11,4	12,4	17,9	18,6	21,1
Summe kurzfristige Vermögenswerte	32,0	31,0	23,4	26,6	32,6	38,7	44,0
Summe Aktiva	68,8	67,1	33,4	38,1	42,6	50,7	58,0
Passiva							
<u>Auf die Anteilseigner des Mutterunternehmens entfallendes Eigenkapital</u>							
Gezeichnetes Kapital	1,1	1,1	1,1	1,0	1,0	1,0	1,0
Kapitalrücklage	66,3	66,7	66,9	67,0	67,0	67,0	67,0
Eigene Anteile	-1,3	-1,7	-3,1	-2,0	-2,0	-1,0	-1,0
Bilanzverlust	-8,4	-5,8	-39,5	-37,6	-34,8	-25,4	-17,9
Kumuliertes sonstiges Gesamtergebnis	-1,5	-4,8	-4,1	-3,0	-3,0	-2,0	0,0
Summe	56,3	55,6	21,4	25,4	28,2	39,6	49,1
<u>Minderheitenanteile</u>	0,2	0,1	0,1	0,3	0,3	0,2	0,0
Summe Eigenkapital	56,5	55,7	21,5	25,7	28,5	39,7	49,1
<u>Langfristige Verbindlichkeiten</u>							
Latente Steuern	0,9	0,4	0,4	0,0	0,0	0,0	0,0
Summe langfristige Verbindlichkeiten	0,9	0,4	0,4	0,0	0,0	0,0	0,0
<u>Kurzfristige Verbindlichkeiten</u>							
Verbindlichkeiten aus Lieferungen und Leistungen	7,6	7,4	5,5	6,0	8,2	7,0	6,0
Sonstige kurzfristige Verbindlichkeiten	0,8	1,0	1,6	2,2	1,9	1,0	1,0
Sonstige finanzielle Verbindlichkeiten	2,7	2,6	4,3	4,2	4,0	3,0	1,9
Verbindlichkeiten aus Ertragssteuern	0,4	0,1	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0
Summe kurzfristige Verbindlichkeiten	11,5	11,0	11,5	12,4	14,1	11,0	8,9
Summe Verbindlichkeiten	12,4	11,4	11,9	12,4	14,1	11,0	8,9
Bilanzsumme	68,8	67,1	33,4	38,1	42,6	50,7	58,0

Dr. Kalliwoda | Research © 2010

7.3 Kapitalflussrechnung

Kapitalflussrechnung - ad pepper							
Zahlenangaben in EUR m	Geschäftsjahr						
	2007	2008	2009	2010e	2011e	2012e	2013e
Periodengewinn/-verlust	2,6	2,6	-34,3	1,9	2,8	3,9	4,8
Abschreibungen	2,6	4,7	32,0	0,8	0,7	0,5	0,5
Veränderungen der Forderungen aus LuL	-2,3	1,1	3,0	-1,7	-0,5	-1,5	0,0
Veränderung der Verbindlichkeiten aus LuL	0,0	-0,1	-1,5	0,5	2,2	-1,2	-1,0
Veränderung anderer Aktiva	1,2	0,4	0,0	1,0	1,0	0,0	0,0
Veränderung anderer Verbindlichkeiten	-1,4	0,1	-0,1	0,0	0,0	0,2	-0,3
Summe der Veränderungen des Working Capitals	-2,4	1,5	1,4	-0,2	2,7	-2,5	-1,3
Gewinn/Verlust aus dem Verkauf von Gegenständen des Anlagevermögens	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Gewinn/Verlust aus dem Verkauf von Wertpapieren	0,0	-0,2	-0,3	0,0	1,0	0,0	0,0
Aktienbasierte Vergütung	0,4	0,4	0,3	0,2	0,3	0,5	0,5
Andere Finanzerträge und Finanzierungsaufwendungen	-0,6	-1,3	-0,6	-1,5	-0,9	-1,2	-1,2
Ertragssteuern	1,8	1,1	0,8	0,6	0,9	1,3	1,6
Gewinn aus der Veräußerung von Anteilen an assoziierten Unternehmen und von sonstigen Beteiligungen	-6,8	-10,8	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Sonstige nicht zahlungswirksame Aufwendungen und Erträge	0,5	0,7	0,0	0,0	0,0	0,3	0,1
Gezahlte Ertragssteuern	-0,3	-0,4	-0,3	-0,1	-0,3	-0,5	-0,6
Vereinnahmte Zinsen	0,5	0,9	1,5	1,5	0,9	1,2	1,2
Gezahlte Zinsen	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Cashflow aus laufender Geschäftstätigkeit	-1,8	-0,7	0,3	3,3	8,1	3,5	5,6
Investitionen in immaterielle Vermögensgegenstände und Sachanlagen	-3,6	-1,2	-0,5	-1,0	-1,2	-2,1	-2,5
Erlöse aus dem Abgang von immateriellen Vermögensgegenständen und Sachanlagen	0,4	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Einzahlungen aus der Veräußerung von Anteilen an assoziierten Unternehmen und von sonstigen Beteiligungen	5,6	10,8	1,2	0,0	0,0	0,0	0,0
Erwerb von Beteiligungen	0,0	-1,8	0,0	0,0	0,0	-1,0	0,0
Erwerb von Tochterunternehmen nach Abzug der erworbenen Zahlungsmittel	-6,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Erlöse aus dem Verkauf von Wertpapieren und Fälligkeit von Termineinlagen	3,3	0,2	13,1	4,0	3,3	5,8	4,2
Erwerb von Wertpapieren und Anlage in Termineinlagen mit Laufzeiten über 3 Monate	-1,5	-13,1	-5,4	-3,2	-2,9	-4,1	-2,6
Auszahlungen für gewährte Kredite	0,0	0,0	-0,8	0,0	0,0	0,0	0,0
Cashflow aus Investitionstätigkeit	-1,7	-5,0	7,6	-0,2	-0,8	-1,4	-0,9
Kapitalerhöhung	2,3	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Ausschüttung an Minderheiten	0,0	0,0	0,0	-1,0	-1,0	-1,0	-2,0
Verkauf eigener Aktien	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Erwerb eigener Anteile	-1,2	-0,5	-1,4	-1,0	-1,0	0,0	0,0
Einzahlungen aus der Tilgung gewährter Darlehen	0,0	0,1	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0
Cashflow aus der Finanzierungstätigkeit	1,1	-0,4	-1,3	-2,0	-2,0	-1,0	-2,0
Zahlungswirksame Veränderungen der Zahlungsmittel und Zahlungsmitteläquivalente	-2,4	-6,1	6,6	1,1	5,3	1,1	2,7
Zahlungsmittel und - äquivalente am Anfang der Periode	14,4	12,0	5,8	12,3	12,4	17,9	18,6
Einfluss von Wechselkursänderungen auf die Zahlungsmittel und Zahlungsmitteläquivalente	0,1	-0,1	-0,2	-1,0	0,2	-0,3	-0,2
Zahlungsmittel und - äquivalente am Ende der Periode	12,0	5,8	12,3	12,4	17,9	18,6	21,1

Dr. Kalliwoda | Research © 2010

8 Bewertung

8.1 DCF-Modell

Für die Ermittlung des Fair Values wurden ein dreistufiges Discounted Cashflow Modell sowie die Marktdaten der Peergroup-Unternehmen herangezogen. Als Datenbasis für die Bewertungen wurden die Konzernabschlüsse der ad pepper media Int. N.V. verwendet.

Dem unterjährigen Bewertungsstichtag wurde durch die Abzinsung der operativen Free Cashflows auf den Bewertungsstichtag Rechnung getragen. Als Bewertungsstichtag wurde der 01.09.2010 gewählt. Soweit nicht betriebsnotwendiges Vermögen vorhanden war, wurde dessen Wert gesondert ermittelt und dem Barwert der Ausschüttungen zugerechnet.

Daran anknüpfend folgt die Residualwertphase, bei der wir mit einer Wachstumsrate von 2,5 Prozent p.a. kalkulieren.

/ Discounted Cash Flow-Modell (Basis 9/2010)

(Mio. EUR)	Phase 1					
	2010e	2011e	2012e	2013e	2014e	2015e
Umsatz	51,24	55,50	61,00	65,00	66,95	68,96
Veränderungsrate	9%	8%	10%	7%	3%	3%
EBIT	1,07	2,78	3,97	5,20	5,30	5,41
Veränderungsrate	-103%	158%	43%	31%	2%	2%
Marge	2,1%	5,0%	6,5%	8,0%	7,9%	7,8%
Beteiligungsergebnis	1,50	0,93	1,20	1,20	1,20	1,20
EBT ex. Zinsergebnis	2,57	3,71	5,17	6,40	6,50	6,61
operativer Steueraufwand	-0,64	-0,93	-1,29	-1,60	-1,95	-1,98
Steuerquote (ex. Zinsergebnis)	25,0%	25,0%	25,0%	25,0%	30,0%	30,0%
Abschreibungen imm. Verm. u. Sachanl.	0,80	0,70	0,50	0,50	0,50	0,50
Abschreibungsquote (%Umsatz)	1,6%	1,3%	0,8%	0,8%	0,7%	0,7%
Veränderung langf. Rückstellungen	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Anteil Umsatz	-	-	-	-	-	-
CF-Geschäftsbedarf (Veränderung WC)	-0,17	2,70	-2,50	-1,30	-1,33	-1,35
Working-Capital-Ratio (%Umsatz)	-0,3%	4,9%	-4,1%	-2,0%	-2,0%	-2,0%
Investitionen	-0,20	-0,80	-1,40	-0,92	-1,40	-1,33
Investitionsquote (%Umsatz)	-0,4%	-1,4%	-2,3%	-1,4%	-2,1%	-1,9%
Sonstige Anpassungen	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Free Cash-Flow	2,36	5,38	0,47	3,08	2,33	2,44

Dr. Kalliwoda | Research © 2010

8.2 WACC

Der Diskontierungssatz wurde mit Hilfe der gewichteten Kapitalkosten ermittelt. Wir gehen davon aus, dass sich die Kapitalstruktur in den kommenden Geschäftsjahren nicht wesentlich verändern wird.

WACC Annahmen

Wachstumsprämissen

Langfristiges Wachstum/ Inflationsrate	2,5%
Angleichungsphase (ab 2016)	5 Jahre
Anfangswachstum des Umsatzes	1,0%
Margenentwicklung (p.a.)	+1 BP

Eigenkapitalkosten

Langfristiger risikoloser Zinssatz	4,0%
Risikoprämie Markt / Aktienmarktrendite	5,0%
Beta des Unternehmens (Näherung)	0,99

Eigenkapitalkostensatz **8,95%**

Fremdkapitalkosten

Fremdkapitalkostensatz (vor St.)	7,0%
Steuersatz auf Fremdkapitalzinsen	30,0%

Fremdkapitalkostensatz (nach St.) **4,9%**

Wert des Eigenkapitals	34
Wert des Fremdkapitals	0
Gearing	0,0%
WACC	8,95%

Anpassungen des Fremdkapitals an den gegenwärtigen Marktzins wurden nicht getätigt. Die risikofreie Rendite basiert auf der Durchschnittsrendite 30jähriger Bundesanleihen. Die Ermittlung der Risikoprämie folgt dem Capital Asset Pricing Model (CAPM) und deckt insbesondere die systematischen Risiken (Marktrisikoprämie) ab. Der von uns verwendete Betawert zur Ermittlung des unternehmensspezifischen Risikos orientiert sich an der Wertentwicklung des Referenzindex DAX.

8.3 Fair Value – Sensitivitäten

Der von uns ermittelte faire Wert der Aktie beläuft sich auf EUR 2,49. Er ist damit um 50 Prozent höher als der aktuelle Kurs (EUR 1,65). Die Modifikation der Aktionsparameter im Terminal Value sind der nachstehenden Sensitivitätsanalyse zu entnehmen. Diese zeigt die Variabilität unseres hergeleiteten fairen Wertes.

Sensitivitätsanalyse		Wert je Aktie				
(EUR)		Diskontierungszinssatz				
β = 0,99		8,45%	8,70%	8,95%	9,20%	9,45%
Wachstum	1,5%	2,52	2,46	2,41	2,35	2,31
	2,0%	2,56	2,50	2,44	2,39	2,34
	2,5%	2,62	2,55	2,49	2,43	2,37
	3,0%	2,69	2,61	2,54	2,48	2,42
	3,5%	2,76	2,68	2,60	2,53	2,46

Sensitivitätsanalyse		Marktkapitalisierung				
(Mio.EUR)		Diskontierungszinssatz				
β = 0,99		8,45%	8,70%	8,95%	9,20%	9,45%
Wachstum	1,5%	53,93	52,70	51,54	50,47	49,45
	2,0%	54,95	53,61	52,37	51,21	50,13
	2,5%	56,15	54,68	53,32	52,06	50,90
	3,0%	57,56	55,93	54,43	53,06	51,79
	3,5%	59,25	57,42	55,75	54,22	52,82

8.4 Peer Group Analyse

Die aus unserem DCF-Modell hervorgegangene Bewertung der ad pepper media Int. N.V. haben wir zusätzlich mit Hilfe einer Peer Group Analyse einer Plausibilitätsprüfung unterzogen. Dabei haben wir vorrangig Unternehmen ausgewählt, die sich auf Online-Marketing spezialisiert haben. Multiplikatorverfahren basieren auf einer vergleichenden Betrachtungsweise, indem geeignete Vervielfältiger aus Kapitalmarktdaten und Finanzberichterstattung börsennotierter Vergleichsunternehmen auf das zu bewertende Unternehmen übertragen werden.

Die Ausgangsdaten der Vergleichsunternehmen stammen von dem Informationsdienstleister Thomson Reuters.

Multiples - Peer Group								
Peer Group	EV/EBITDA		EV/EBIT		KGV		EBIT-Marge	KBV
	2010E	2011E	2010E	2011E	2010E	2011E	2010E	2009
AdLINK Group	8,42	6,40	14,52	12,20	21,43	15,00	0,05	1,00
Hi-Media SA	8,50	6,75	neg.	8,77	13,50	9,58	neg.	0,84
Marchex Inc	16,04	7,17	neg.	47,66	83,80	19,95	neg.	1,05
Tomorrow Focus AG	12,58	8,85	16,12	10,65	24,54	14,50	0,10	2,06
Tradedoubler AB	7,14	5,31	10,34	6,71	13,73	9,43	0,03	1,69
Valueclick Inc	6,51	5,92	9,05	7,99	17,62	16,36	0,20	2,36
YOC AG	22,78	12,58	33,38	17,42	49,70	23,71	0,06	5,29
Mittelwert	11,71	7,57	16,68	15,92	32,04	15,50	0,09	2,04
AD PEPPER MEDIA INT. N.V.	12,73	6,87	22,20	8,60	21,54	14,14	0,02	1,25
Discount (-)/Premium (+)	9%	-9%	33%	-46%	-33%	-9%		-39%
Bewertungsbandbreite:	1,51 EUR bis 2,41 EUR							

9 Kontakt

ad pepper media International N.V.
Frankenstraße 150 C
90461 Nürnberg

Tel.: +49 (0) 911 929057-0
Fax: +49 (0) 911 929057-157
E-Mail: info(at)adpepper.com

<u>DR. KALLIWODA</u> RESEARCH GmbH		Rüsterstraße 4a 60325 Frankfurt Tel.: 069-97 20 58 53 www.kalliwoda.com
Primary Research Fair Value Analysis International Roadshows		
Head: Dr. Norbert Kalliwoda E-Mail: nk@kalliwoda.com	CEFA-Analyst; University of Frankfurt/Main; PhD in Economics; Dipl.-Kfm.	Sectors: IT, Software, Electricals & Electronics, Mechanical Engineering, Logistics, Laser, Technology, Raw Materials
Michael John E-Mail: mj@kalliwoda.com	Dipl.-Ing. (Aachen)	Sectors: Chemicals, chemical engineering, basic metals, renewable energies, laser/physics
Dr. Thomas Krassmann E-Mail: tk@kalliwoda.com	Dipl.-Geologist, M.Sc.; University of Göttingen & Rhodes University, South Africa;	Sectors: Raw Materials, Mining, Precious Metals, Gem stones.
Maximilian F. Kaessens E-Mail: mk@kalliwoda.com	Bachelor of Science in Business Administration (Babson College (05/2012), Babson Park, MA (US))	Sectors: Financials, Real Estate
Dr. Christoph Piechaczek E-Mail: cp@kalliwoda.com	Dipl.-Biologist; Technical University Darmstadt; Univ. Witten-Herdecke.	Sectors: Biotech & Healthcare; Medical Technology Pharmaceutical
Kolja Schick – Freiherr von Flotow E-Mail: ks@kalliwoda.com	Dipl.-Kaufmann, (University of Frankfurt/Main).	Sectors: Consumers, Automotives, Automotive Suppliers, Mechanical Engineering
Dr. Erik Schneider E-Mail: es@kalliwoda.com	Dipl.-Biologist; Technical University Darmstadt; Univ. Hamburg	Sectors: Biotech & Healthcare; Medical Technology Pharmaceutical
David Schreindorfer E-Mail: ds@kalliwoda.com	MBA, Economic Investment Management; Univ. Frankfurt/Univ. Iowa (US)	Sectors: IT/Logistics; Quantitative Modelling
Hellmut Schaarschmidt; E-Mail: hs@kalliwoda.com	Dipl.-Geophysicists; University of Frankfurt/Main	Sectors: Oil, Regenerative Energies, Specialities Chemicals, Utilities
Nele Rave E-Mail: nr@kalliwoda.com	Lawyer; Native Speaker, German School London,	Translations English

Also view Sales and Earnings Estimates:

DR. KALLIWODA | RESEARCH on Terminals of
Bloomberg
Thomson Reuters
vwd group
Factset

Analysts of this research:

Dr .Norbert Kalliwoda, CEFA Kolja Schick–von Flotow



10 DISCLAIMER

KAUFEN:	Die Aktie wird auf Basis unserer Prognosen auf Sicht von 12 Monaten eine Kursentwicklung von mindestens 10 % aufweisen	BUY
AKKUMULIEREN:	Die Aktie wird auf Basis unserer Prognosen auf Sicht von 12 Monaten eine Kursentwicklung zwischen 5% und 10% aufweisen	ACCUMULATE
HALTEN:	Die Aktie wird auf Basis unserer Prognosen auf Sicht von 12 Monaten eine Kursentwicklung zwischen 5% und - 5% aufweisen	HOLD
REDUZIEREN:	Die Aktie wird auf Basis unserer Prognosen auf Sicht von 12 Monaten eine Kursentwicklung zwischen - 5% und - 10% aufweisen	REDUCE
VERKAUFEN:	Die Aktie wird auf Basis unserer Prognosen auf Sicht von 12 Monaten eine Kursentwicklung von mindestens - 10 % aufweisen	SELL

Additional Disclosure/Erklärung

DR.KALLIWODA | RESEARCH GmbH hat diese Analyse auf der Grundlage von allgemein zugänglichen Quellen, die als zuverlässig gelten, gefertigt. Wir arbeiten so exakt wie möglich. Wir können aber für die Ausgewogenheit, Genauigkeit, Richtigkeit und Vollständigkeit der Informationen und Meinungen keine Gewährleistung übernehmen.

Diese Studie ersetzt nicht die persönliche Beratung. Diese Studie gilt nicht als Aufforderung zum Kauf oder Verkauf der in dieser Studie angesprochenen Anlageinstrumente. Daher rät DR.KALLIWODA | RESEARCH GmbH, sich vor einer Wertpapierdisposition an Ihren Bankberater oder Vermögensverwalter zu wenden.

Diese Studie ist in Großbritannien nur zur Verteilung an Personen bestimmt, die in Art. 11 (3) des Financial Services Act 1986 (Investments Advertisements) (Exemptions) Order 1996 (in der jeweils geltenden Fassung) beschrieben sind. Diese Studie darf weder direkt noch indirekt an einen anderen Kreis von Personen weitergeleitet werden. Die Verteilung dieser Studie in andere internationale Gerichtsbarkeiten kann durch Gesetz beschränkt sein und Personen, in deren Besitz diese Studie gelangt, sollten sich über gegebenenfalls vorhandene Beschränkungen informieren und diese einhalten.

DR.KALLIWODA | RESEARCH GmbH sowie Mitarbeiter können Positionen in irgendwelchen in dieser Studie erwähnten Wertpapieren oder in damit zusammenhängenden Investments halten und können diese Wertpapiere oder damit zusammenhängende Investments jeweils aufstocken oder veräußern.

Mögliche Interessenskonflikte

Weder DR.KALLIWODA | RESEARCH GmbH noch ein mit ihr verbundenes Unternehmen

- hält in Wertpapieren, die Gegenstand dieser Studie sind, 1% oder mehr des Grundkapitals;
- war an einer Emission von Wertpapieren, die Gegenstand dieser Studie sind, beteiligt;
- hält an den Aktien des analysierten Unternehmens eine Netto-Verkaufsposition in Höhe von mindestens 1% des Grundkapitals;
- hat die analysierten Wertpapiere auf Grund eines mit dem Emittenten abgeschlossenen Vertrages an der Börse oder am Markt betreut.

Nur mit dem Unternehmen AD PEPPER MEDIA INT. N.V. bestehen vertragliche Beziehungen zu DR.KALLIWODA | RESEARCH GmbH für die Erstellung von Research-Studien. Durch die Annahme dieses Dokumentes akzeptiert der Leser/Empfänger die Verbindlichkeit dieses Disclaimers.

DISCLAIMER

The information and opinions in this analysis were prepared by DR. KALLIWODA | RESEARCH GmbH. The information herein is believed by DR. KALLIWODA | RESEARCH GmbH to be reliable and has been obtained from public sources believed to be reliable. With the exception of information about DR. KALLIWODA | RESEARCH GmbH, DR. KALLIWODA | RESEARCH GmbH makes no representation as to the accuracy or completeness of such information.

Opinions, estimates and projections in this report constitute the current judgement of the author as of the date of this analysis. They do not necessarily reflect the opinions, projection, forecast or estimate set forth herein, changes or subsequently becomes inaccurate, except if research on the subject company is withdrawn. Prices and availability of financial instruments also are subject to change without notice. This report is provided for informational purposes only. It is not to be construed as an offer to buy or sell or a solicitation of an offer to buy or sell any financial instruments or to participate in any particular trading strategy in any jurisdiction. The financial instruments discussed in this report may not be suitable for all investors and investors must make their own investment decision using their own independent advisors as they believe necessary and based upon their specific financial situations and investment objectives. If a financial instrument is denominated in a currency other than an investor's currency, a change in exchange rates may adversely affect the price or value of, or the income derived from, the financial instrument, and such investor effectively assumes currency risk. In addition, income from an investment may fluctuate and the price or value of financial instruments described in this report, either directly or indirectly, may rise or fall. Furthermore, past performance is not necessarily indicative of future results.

This report may not be reproduced, distributed or published by any person for any purpose without DR. KALLIWODA | RESEARCH GmbH's prior written consent. Please cite source when quoting.