

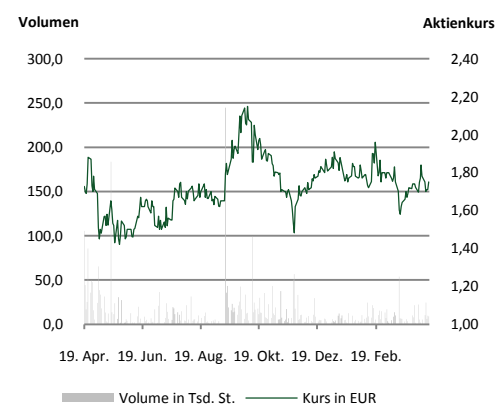
Empfehlung:	Kaufen
Kursziel:	2,50 Euro
Kurspotenzial:	+41 Prozent

Aktiendaten

Kurs (Schlusskurs Vortag)	1,77 Euro (Xetra)
Aktienanzahl (in Mio.)	23,0
Marktkap. (in Mio. Euro)	40,7
Enterprise Value (in Mio. Euro)	25,0
Ticker	APM
ISIN	NL0000238145

Kurzprofil

ad pepper media ist einer der führenden, unabhängigen, internationalen Online-Werbevermarkter.

**Kursperformance**

52 Wochen-Hoch (in Euro)	2,20
52 Wochen-Tief (in Euro)	0,98
1 Monat	7,7%
3 Monate	0,1%

Aktionärsstruktur

Streubesitz	43,46%
Electronic Media Advert.	41,25%
Eigene Aktien	7,74%
Ulrich Schmidt	4,37%
Grabacap ApS	3,18%

Analyst

Alexander Braun
+49 40 41111 37 77
a.braun@montega.de

Termine

Bericht Q1/2011	11. Mai 2011
Hauptversammlung	17. Mai 2011

Publikation

Comment	18. April 2011
---------	----------------

Schwacher Jahresstart – Beteiligung an Facebook-Vermarkter ausgebaut

Am vergangenen Freitag hat ad pepper die vorläufigen Zahlen für das erste Quartal 2011 berichtet. Die folgende Tabelle zeigt die Entwicklung der wichtigsten Kennzahlen:

	Q1/2011	Q1/2010
Angaben in Mio. EUR		
Umsatz	12,9	12,0
EBIT	-1,1	0,0
Nettoergebnis	-1,2	0,4
Liquide Mittel	21,1	22,3

Quelle: Unternehmen

Der Umsatz konnte um mehr als 7% gesteigert werden. Der wesentliche Treiber war das Segment webgains. Gegenüber dem Vorjahr konnte hier ein Wachstum von beachtlichen 36% erzielt werden, wohingegen der Umsatz im Kernsegment ad pepper media um rund 7% rückläufig war.

Die Ergebnissituation fiel wie erwartet schwach aus. Nachdem im Geschäftsjahr 2010 in jedem Quartal ein positives operatives Ergebnis erzielt werden konnte, lag das EBIT in Q1/2011 mit -1,1 Mio. Euro deutlich im negativen Bereich. Neben der schwächeren Entwicklung im Kernsegment ad pepper media ist dies vor allem auf:

- Die deutliche Erhöhung der Mitarbeiterzahl im Technologiebereich (+15 MA in Q1/2011; entspricht ca. 150 Tsd. Euro zusätzliche Personalkosten in Q1/2011),
- Rückstellungen für künftige Urlaubsansprüche (ca. 300 Tsd. Euro; werden im Laufe des Jahres wieder aufgelöst)
- sowie Abschreibungen auf „bad debt“ (ca. 200 Tsd. Euro) zurückzuführen.

Neben der operativen Entwicklung wurde die Liquiditätssituation auch durch einen weiterhin hoher Forderungsbestand negativ beeinflusst. Als Folge sanken die liquiden Mittel auf rund 21,1 Mio. Euro. Daneben verfügt das Unternehmen noch über 1,78 Mio. eigene Aktien mit einem aktuellen Marktwert rund 3 Mio. Euro.

(weiter auf der nächsten Seite)

	2009	2010	2011e	2012e	2013e
Kennzahlen je Aktie in EUR, andere Angaben in Mio. EUR, Kurs: 1,77					
Umsatz	46,9	51,7	56,1	60,6	65,0
EBITDA	-5,8	1,7	1,4	3,5	3,9
EBITDA-Marge	-12,4%	3,3%	2,4%	5,8%	6,0%
EBIT	-32,0	1,0	0,9	3,2	3,6
EBIT-Marge	-68,1%	2,0%	1,7%	5,2%	5,5%
Nettoergebnis	-34,3	2,5	1,5	3,4	3,9
Nettoergebnis-Marge	-73,2%	4,8%	2,6%	5,5%	6,0%
Ergebnis je Aktie	-1,61	0,11	0,07	0,16	0,18
EPS nach Minorities	-1,52	0,11	0,05	0,14	0,17
Dividende je Aktie	0,00	0,05	0,00	0,00	0,00
Dividendenrendite	0,0%	2,8%	0,0%	0,0%	0,0%
EV/Umsatz	0,5	0,5	0,4	0,4	0,4
EV/EBITDA	n.m.	14,5	18,4	7,1	6,4
EV/EBIT	n.m.	24,8	26,7	7,9	7,0
KGV	n.m.	16,09	25,3	11,1	9,8
ROCE	-76,2%	3,7%	3,2%	10,3%	10,7%

Quellen: Montega (Prognosen), CapitalIQ (Kurse), Unternehmen

Anteil an SocialTyze wird erhöht

Des Weiteren gab ad pepper bekannt, dass die Beteiligung an SocialTyze im Rahmen einer Kapitalerhöhung von 10% auf 20% verdoppelt wird. Der Kaufpreis beläuft sich auf 1,25 Mio. USD.

SocialTyze ist ein US-Unternehmen, das sich auf die **Vermarktung von Marken in sozialen Netzwerken (vor allem Facebook)** spezialisiert hat. Das Unternehmen wächst rasant. Die Kapitalerhöhung dient vor allem der Finanzierung des notwendigen Working Capitals.

Der deutliche Bewertungsunterschied (0,2 Mio. für die ersten 10% in November 2008 vs. 1,2 Mio. für 10% in April 2011) reflektiert die Wachstumsdynamik des Unternehmens. SocialTyze dürfte hohe, **zweistellige Wachstumsraten** erzielen. Zudem arbeitet das Unternehmen sehr profitabel. Das Nettoergebnis 2010 sollte ca. 2 Mio. USD betragen haben. Wir gehen davon aus, dass ein Großteil des Überschusses an die Aktionäre ausgeschüttet wird. ad pepper werden demnach bereits für 2010 bis zu 400 USD zufließen. Dieser Betrag sollte in den Folgejahren deutlich steigen.

Die Beteiligung ist **nicht strategisch** und könnte – sollte ein passendes Angebot kommen – jederzeit wieder veräußert werden. Vor dem Hintergrund des dynamischen Wachstums in einem absoluten Hype-Markt wird der Wert des ad pepper-Anteils an SocialTyze (derzeit: 2,5 Mio. USD auf Basis der KE) in den nächsten Quartalen u.E. signifikant ansteigen.

Ergebnisprognosen werden adjustiert

Der schwächere Jahresstart sowie die deutliche, über den Erwartungen liegende Erhöhung der Mitarbeiterzahl (von 250 per Ende 2010 auf 265 per Ende Q1/2011) haben uns dazu veranlasst, **die Ergebnisschätzungen für 2011 zu reduzieren**. Nunmehr gehen wir bei einem unveränderten Umsatz in Höhe von 56,1 Mio. Euro von einem operativen Ergebnis in Höhe von 0,9 Mio. Euro aus. (zuvor: 2,3 Mio. Euro). Der erwartete Ergebnisbeitrag von SocialTyze wird im Finanzergebnis berücksichtigt.

Fazit: Erhebliches Potenzial

Die Absenkung der Ergebniserwartungen für 2010 sowie die Anpassung bei den liquiden Mitteln führen zu einem leicht reduzierten fairen Wert der ad pepper Aktie von 2,50 Euro (zuvor: 2,70 Euro). Hier legen wir auch unser Kursziel fest. Das Rating (Kaufen) wird vor dem Hintergrund der **guten Wachstumsaussichten und attraktiven Beteiligungen**, die vom derzeitigen Bewertungsniveau nicht ausreichend reflektiert werden, bekräftigt.

ANHANG

G&V (in Mio. EUR) ad pepper media International N.V.	2009	2010	2011e	2012e	2013e
Umsatz	46,9	51,7	56,1	60,6	65,0
Umsatzkosten	25,9	28,2	31,2	32,4	34,4
Vertriebskosten	16,3	15,4	15,9	16,4	17,5
Verwaltungsaufwendungen	10,5	9,1	9,3	9,7	10,3
Sonstige betriebliche Aufwendungen	3,5	1,2	1,2	1,3	1,4
Sonstige betriebliche Erträge	1,2	3,3	2,5	2,4	2,3
EBITDA	-5,8	1,7	1,4	3,5	3,9
Abschreibungen auf Sachanlagen	0,4	0,3	0,2	0,2	0,2
EBITA	-9,4	1,4	1,2	3,4	3,7
Amortisation immaterielle Vermögensgegenstände	1,7	0,4	0,3	0,2	0,2
Impairment Charges und Amortisation Goodwill	20,8	0,0	0,0	0,0	0,0
EBIT	-32,0	1,0	0,9	3,2	3,6
Zinsertrag	1,6	1,4	1,0	1,2	1,4
Zinsaufwendungen	0,3	0,1	0,1	0,1	0,1
Finanzergebnis	-1,8	2,0	0,9	1,1	1,3
Ergebnis der gewöhnlichen Geschäftstätigkeit	-33,8	3,1	1,8	4,2	4,9
Außerordentliches Ergebnis	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
EBT	-33,8	3,1	1,8	4,2	4,9
EE-Steuern	0,6	0,6	0,4	0,8	1,0
Jahresüberschuss nach Anteilen Dritter	-34,3	2,2	1,1	3,0	3,5

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

G&V (in % vom Umsatz) ad pepper media International N.V.	2009	2010	2011e	2012e	2013e
Umsatzerlöse	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%
Umsatzkosten	55,3%	54,7%	55,7%	53,4%	53,0%
Vertriebskosten	34,8%	29,8%	28,3%	27,1%	27,0%
Sonstige betriebliche Aufwendungen	7,4%	2,2%	2,2%	2,2%	2,2%
Sonstige betriebliche Erträge	2,6%	6,3%	4,5%	3,9%	3,5%
EBITDA	-12,4%	3,3%	2,4%	5,8%	6,0%
Abschreibungen auf Sachanlagen	1,0%	0,6%	0,3%	0,3%	0,3%
EBITA	-20,1%	2,7%	2,1%	5,5%	5,7%
Amortisation immaterielle Vermögensgegenstände	3,7%	0,7%	0,5%	0,3%	0,2%
Impairment Charges und Amortisation Goodwill	44,3%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
EBIT	-68,1%	2,0%	1,7%	5,2%	5,5%
Zinsertrag	3,4%	2,6%	1,8%	1,9%	2,2%
Zinsaufwendungen	0,6%	0,1%	0,2%	0,2%	0,2%
Finanzergebnis	-3,9%	4,0%	1,6%	1,7%	2,0%
Ergebnis der gewöhnlichen Geschäftstätigkeit	-72,0%	5,9%	3,3%	6,9%	7,5%
Außerordentliches Ergebnis	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
EBT	-72,0%	5,9%	3,3%	6,9%	7,5%
EE-Steuern	1,2%	1,1%	0,7%	1,4%	1,5%
Jahresüberschuss nach Anteilen Dritter	-73,2%	4,3%	2,0%	5,0%	5,4%

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

DCF Modell

Angaben in Mio. EUR	2011e	2012e	2013e	2014e	2015e	2016e	2017e	Terminal Value
Umsatz	56,1	60,6	65,0	69,5	74,2	79,1	82,3	84,3
<i>Veränderung</i>	8,6%	8,0%	7,2%	7,0%	6,8%	6,5%	4,0%	2,5%
EBIT	0,9	3,2	3,6	4,2	4,7	5,2	5,5	5,1
<i>EBIT-Marge</i>	1,7%	5,2%	5,5%	6,0%	6,3%	6,6%	6,7%	6,0%
NOPAT	0,7	2,5	2,9	3,3	3,8	4,2	4,4	4,0
Abschreibungen	0,4	0,4	0,3	0,3	0,4	0,4	0,4	0,4
<i>in % vom Umsatz</i>	0,8%	0,6%	0,5%	0,5%	0,6%	0,6%	0,5%	0,5%
Liquiditätsveränderung								
- Working Capital	0,2	0,2	0,3	0,1	-0,1	-0,1	-0,1	0,0
- Investitionen	-0,4	-0,4	-0,3	-0,4	-0,5	-0,5	-0,5	-0,5
<i>Investitionsquote</i>	0,8%	0,6%	0,5%	0,6%	0,7%	0,6%	0,7%	0,6%
Übriges	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Free Cash Flow (WACC-Modell)	1,0	2,8	3,1	3,4	3,6	4,0	4,2	3,9
WACC	9,8%	9,8%	9,8%	9,8%	9,8%	9,8%	9,8%	9,8%
Present Value	0,9	2,4	2,5	2,4	2,3	2,4	2,3	26,8
Kumuliert	0,9	3,3	5,8	8,2	10,5	12,9	15,2	41,9

Wertermittlung (Mio. EUR)

Total present value (Tpv)	41,9
Terminal Value	26,8
Anteil vom Tpv-Wert	64%
Verbindlichkeiten	3,5
Liquide Mittel	19,0
Eigenkapitalwert	57,4

Aktienzahl (Mio.)	23,00
Wert je Aktie (EUR)	2,50
+Upside / -Downside	41%
Aktienkurs (EUR)	1,77

Modellparameter

Fremdkapitalquote	30,00%
Fremdkapitalzins	8,0%
Markttrendite	9,00%
risikofreie Rendite	3,50%

Beta	1,40
WACC	9,76%
ewiges Wachstum	2,50%

Quelle: Montega

Annahmen: Umsatzwachstumsraten und Margenerwartungen

Kurzfristiges Umsatzwachstum	2011-2014	7,4%
Mittelfristiges Umsatzwachstum	2011-2016	7,1%
Langfristiges Umsatzwachstum	ab 2018	2,5%
EBIT-Marge (CAGR)	2011-2014	4,6%
EBIT-Marge (CAGR)	2011-2016	5,2%
Langfristige EBIT-Marge	ab 2018	6,0%

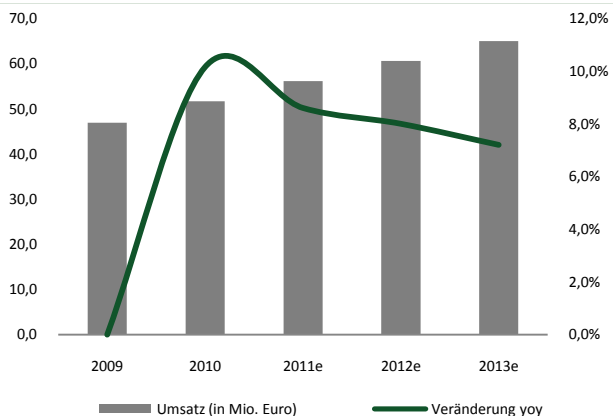
Sensitivität Wert je Aktie (EUR) ewiges Wachstum

WACC	1,75%	2,25%	2,50%	2,75%	3,25%
10,26%	2,19	2,24	2,27	2,29	2,36
10,01%	2,28	2,34	2,37	2,41	2,49
9,76%	2,39	2,46	2,50	2,54	2,63
9,51%	2,51	2,59	2,64	2,69	2,80
9,26%	2,65	2,75	2,80	2,86	3,00

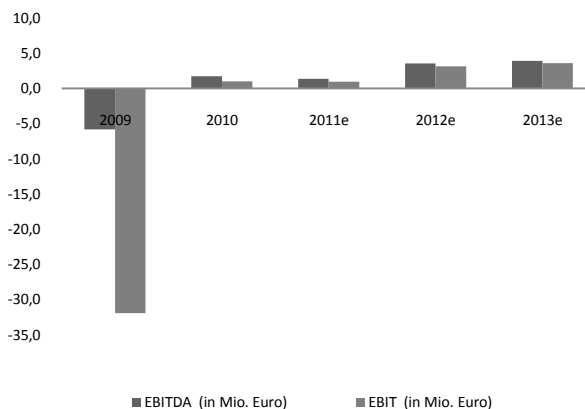
Sensitivität Wert je Aktie (EUR) EBIT-Marge ab 2018e

WACC	5,50%	5,75%	6,00%	6,25%	6,50%
10,26%	2,18	2,22	2,27	2,31	2,35
10,01%	2,28	2,33	2,37	2,42	2,46
9,76%	2,40	2,45	2,50	2,55	2,60
9,51%	2,46	2,51	2,56	2,62	2,67
9,26%	2,53	2,58	2,64	2,69	2,75

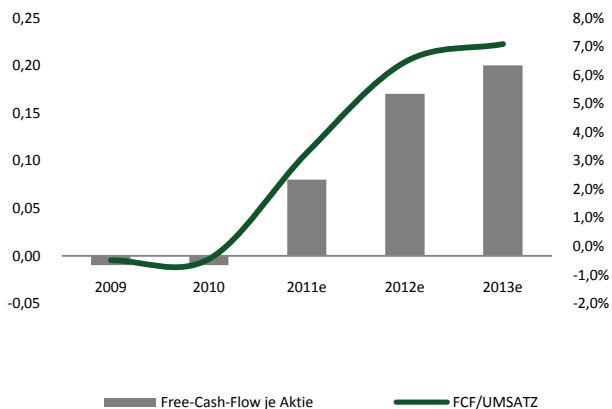
Umsatzentwicklung



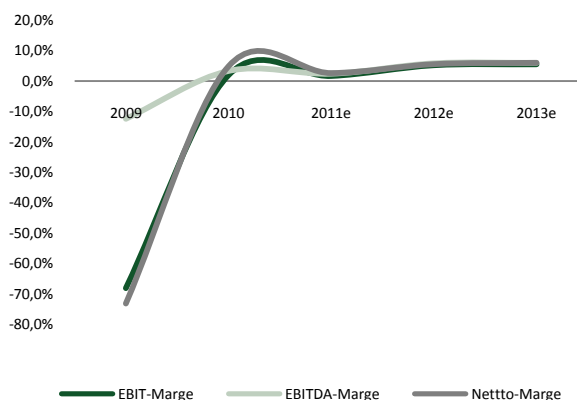
Ergebnisentwicklung



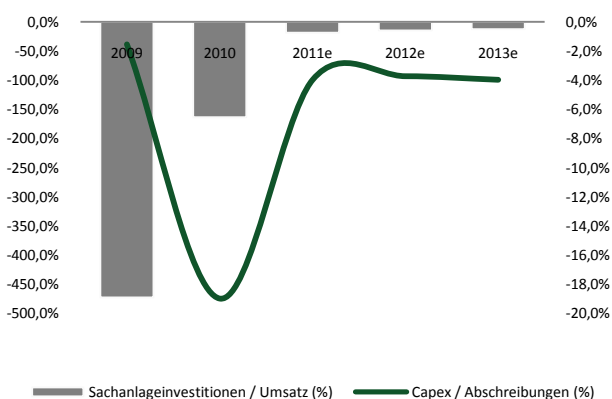
Free-Cash-Flow Entwicklung



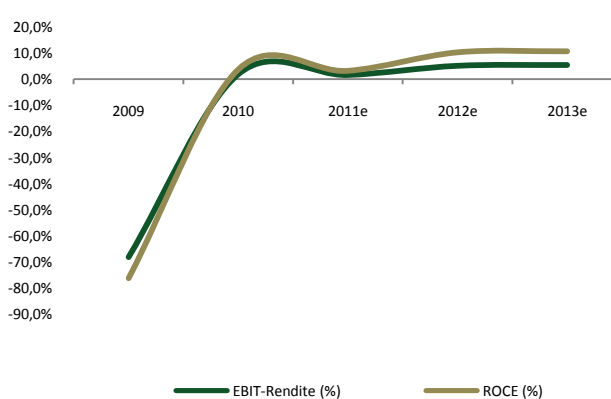
Margenentwicklung



Investitionen



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 Meinungsäußerungen 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 berechnete 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 weiter-geleitet 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: 18.04.2011):

Montega AG hat mit diesem Unternehmen eine Vereinbarung über die Erstellung einer Finanzanalyse getroffen.

Alle Preise von Finanzinstrumenten, die in dieser Finanzanalyse angegeben werden, sind Schlusskurse des in der Analyse angegebenen Datums (bzw. des Vortags), soweit nicht ausdrücklich ein anderer Zeitpunkt genannt wird.

Erklärung gemäß § 34b WpHG und FinAnV über zusätzliche Angaben (Stand:18.04.2011):

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
Lurgiallee 12

60439 Frankfurt

Kurs- und Empfehlungs- Historie

Empfehlung	Datum	Kursziel	Potenzial
Ersteinschätzung (Kaufen)	02.08.2010	2,65	58%
Kaufen	12.08.2010	2,65	57%
Kaufen	15.10.2010	2,70	32%
Kaufen	30.11.2010	2,70	60%
Kaufen	16.02.2011	2,70	41%
Kaufen	05.04.2011	2,70	60%
Kaufen	18.04.2011	2,50	41%
