

Empfehlung:	Kaufen
Kursziel:	1,80 Euro
Kurspotenzial:	+65 Prozent

Aktiendaten

Kurs (Schlusskurs Vortag)	1,09 Euro (Xetra)
Aktienanzahl (in Mio.)	23,0
Marktkap. (in Mio. Euro)	25,1
Enterprise Value (in Mio. Euro)	11,3
Ticker	APM
ISIN	NL0000238145

Kurzprofil

ad pepper media ist einer der führenden, unabhängigen Online-Werbevermarkter mit internationaler Ausrichtung.



Source: Capital IQ

Kursperformance

52 Wochen-Hoch (in Euro)	2,10
52 Wochen-Tief (in Euro)	0,98
1 Monat	-16,5%
3 Monate	-6,4%

Aktionärsstruktur

Streubesitz	44,09%
Electronic Media Advert.	41,25%
Eigene Aktien	7,65%
Ulrich Schmidt	4,37%
Sonstige	2,64%

Analyst

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

Termine

HV 2012	14. Mai 2012
Bericht Q1 2012	08. Mai 2012

Publikation

Comment	24. April 2012
---------	----------------

ad pepper media verbessert Profitabilität - Wandel des Geschäftsmodells wird vorangetrieben

ad pepper media hat gestern vorläufige Q1-Zahlen berichtet. Die wesentlichen Kennziffern sind in der folgenden Tabelle abgebildet:

	Q1/2012	Q1/2011
Angaben in Mio. EUR		
Umsatz	13,3	12,9
Bruttumsatz	5,1	5,4
EBIT	-0,9	-1,2
Nettoergebnis	-0,7	-1,2
Liquide Mittel	16,8	21,1

Quelle: Unternehmen

Der Umsatz stieg im Vorjahresvergleich um 3,5%. Das verhaltene Wachstum ist dabei auf die schwache Entwicklung im **Segment ad pepper media** zurückzuführen. Der Umsatz sank hier gegenüber Q1/11 um fast 22%. Der Grund für diese Entwicklung ist ein struktureller Wandel im klassischen Displaywerbebusiness. Agenturen, die früher zu den Kunden von ad pepper media gehörten, übernehmen zunehmend die Aufgaben eines Advertising Netzwerkes, d.h. sie führen im Kundenauftrag eigständig Werbeschaltungen durch.

Im **Segment Webgains** konnte der Umsatz um 7,6% gesteigert werden. Die abnehmende Wachstumsdynamik ist u.E. nur temporär und vor allem durch einen unerwartet schwachen Jahresstart sowie eine gedämpfte Entwicklung in UK bedingt (wichtiger Markt für webgains). In den nächsten Quartalen sollte sich die Entwicklung wieder normalisieren und zweistellige Wachstumsraten möglich sein. **ad agents** wächst weiter rasant. Der Umsatzsprung (yoy +74,8%) ist neben dem insgesamt positiven Marktumfeld für SEO/SEM auch auf den Gewinn von großen Etats in H2 2011 zurückzuführen.

Der Bruttumsatz war trotz des 3,5%igen Umsatzanstieges rückläufig (-5%). Dies liegt vor allem an einer Verschiebung des Umsatzmixes. Das Kernsegment (ad pepper media) weist die höchste Bruttomarge auf (rund 50%). Der Rückgang in diesem Segment führt somit zu einer Margeverwässerung.

(weiter auf der nächsten Seite)

	2010	2011	2012e	2013e	2014e
Kennzahlen je Aktie in EUR, andere Angaben in Mio. EUR, Kurs: 1,091					
Umsatz	51,7	56,0	60,5	64,7	68,6
EBITDA	1,7	-2,2	-1,3	1,0	2,4
<i>EBITDA-Marge</i>	<i>3,3%</i>	<i>-4,0%</i>	<i>-2,1%</i>	<i>1,6%</i>	<i>3,5%</i>
EBIT	1,0	-2,7	-1,8	0,5	1,9
<i>EBIT-Marge</i>	<i>2,0%</i>	<i>-4,9%</i>	<i>-2,9%</i>	<i>0,8%</i>	<i>2,7%</i>
Nettoergebnis	2,5	-2,4	-1,7	0,9	2,1
<i>Nettoergebnis-Marge</i>	<i>4,8%</i>	<i>-4,2%</i>	<i>-2,9%</i>	<i>1,3%</i>	<i>3,1%</i>
Ergebnis je Aktie	0,11	-0,13	-0,08	0,04	0,10
EPS nach Minorities	-1,52	0,11	-0,13	-0,10	0,02
Dividende je Aktie	0,05	0,00	0,00	0,00	0,00
<i>Dividendenrendite</i>	<i>4,6%</i>	<i>0,0%</i>	<i>0,0%</i>	<i>0,0%</i>	<i>0,0%</i>
EV/Umsatz	0,22	0,20	0,19	0,17	0,16
EV/EBITDA	6,6	n.m.	n.m.	11,1	4,7
EV/EBIT	11,2	n.m.	n.m.	23,3	6,1
KGV	9,92	n.m.	n.m.	27,3	10,9
ROCE	3,7%	-10,0%	-7,3%	2,0%	7,1%

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

ad pepper hat auf die schwache Entwicklung im Kernsegment media reagiert und die Kosten deutlich gesenkt (Schließung von Niederlassungen, Abbau von Personal). Gleichzeitig wurde mit der Real Time Advertising Plattform adExplorer ein Dienst gestartet, der für neue Wachstumsimpulse im Kernsegmente sorgen kann. Die Abfederung der negativen Entwicklung im Bereich der klassischen Displaywerbung ist die zentrale Aufgabe für ad pepper in den nächsten Quartalen.

ad pepper wird die Früchte der straffen Kostendisziplin ernten

Bereits in Q2 - eine Normalisierung des Werbemarktes vorausgesetzt - sollte ad pepper die Früchte der straffen Kostendisziplin ernten und ggü. dem Vorquartal eine deutliche Verbesserung des EBITDA erreichen (Q1 2012: -0,8 Mio. Euro). Nach dem schwachen Jahresstart haben wir unsere Prognose ergebnisseitig dennoch gesenkt und gehen für 2012 nunmehr von einem EBITDA in Höhe von -1,3 Mio. Euro aus (zuvor: -0,4 Mio. Euro). Auch für die Folgejahre haben wir unsere Ergebnisprognosen bedingt durch Schwäche des margenstarken Kernsegments leicht nach unten angepasst.

Verbesserung des Newsflow erwartet

Nach den schwachen letzten Quartalen wird sich der Newsflow u.E. allmählich aufhellen. In Q2 sollten die Erfolge des guten Kostenmanagements sichtbar werden. Zudem rechnen wir weiterhin damit, dass in den nächsten Monaten M&A-Aktivitäten (Verkauf von Beteiligungen) das Sentiment positiv beeinflussen könnten.

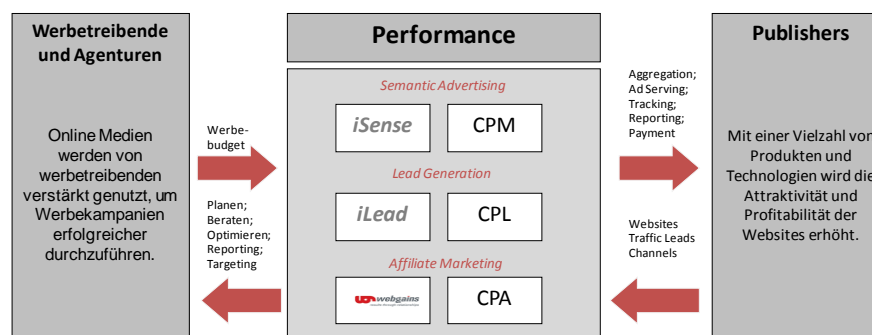
Die Bewertung (EV aktuell lediglich 11 Mio. Euro) spiegelt die momentan negative Ergebnissituation wider, lässt aber außen vor, dass ad pepper (1) zu den führenden Online-Werbevermarktern weltweit gehört, (2) über äußerst attraktive Beteiligungen verfügt (z.B. SocialTyze, ein US-Werbevermarkter im Bereich von sozialen Netzwerken; globase, einer der führenden Anbietern von eMail/Direktmarketingdienstleistungen in Skandinavien und BAT, der führende Anbieter zur Analyse des Markenwertes von Prominente in den USA) und (3) per Ende Q1 auf Buchwert (1 Euro je Aktie) notierte.

Wir bestätigen unser Kaufen-Rating für die ad pepper-Aktie bei einem aktualisierten Kursziel von 1,80 Euro (zuvor: 1,85 Euro).

UNTERNEHMENSHINTERGRUND

ad pepper media ist einer der führenden, unabhängigen Online-Werbevermarkter mit internationaler Ausrichtung (Kunden aus mehr als 50 Ländern). Das Unternehmen beschäftigt 245 Mitarbeiter und verfügt über 12 Niederlassungen in sechs europäischen Ländern und den USA. Die ad pepper-Gruppe bietet Media-Agenturen, Werbetreibenden und Websites in den Bereichen Display-, Performance-, E-Mail-, und Affiliate-Marketing individuelle und effiziente Lösungen an, die nahezu die gesamte Palette der Online-Werbung abdecken. Die Produkte iLead (Interessentengewinnung), iSense (Semantisches Advertising) und SiteScreen Network (Brand Protection) sind einzigartig in ihren Marktsegmenten. Webgains ist das am schnellsten wachsende Affiliate-Netzwerk in Europa.

Übersicht Unternehmen (Quelle: ad peppermedia)



Segmentbetrachtung

Das operative Geschäft gliedert sich in die drei Segmente:

- ad pepper media,
- webgains
- und ad agents.

Segment ad pepper media

ad pepper media ist mit etwa der Hälfte des Konzernumsatzes das umsatzstärkste Segment. Dieser Bereich umfasst die Produkte iSense, SiteScreen, iLead, Click-Generierung, globase sowie Emediate.

Den Kern des Produktbereiches **iSense** bildet die Sense Engine™-Technologie. Sie ist das Ergebnis 10-jähriger Forschungs- und Entwicklungsarbeit durch ein Team von Linguisten und Lexikografen. Diese Technologie ermöglicht es, die Inhalte einer Website semantisch zu untersuchen und so Online-Werbung Relevanz basiert und zielgerichtet zu platzieren (precise targeting). Hierfür stehen rund 3.000 verschiedenen Kategorien zur Verfügung. Durch diese Zuordnung wird der User nur mit Werbung konfrontiert, die thematisch zu den von ihm betrachteten Inhalten passt. Zudem können Werbetreibende relevante Kategorien auswählen oder selbst spezifische Kategorien definieren, in deren Umfeld ihre Werbung platziert werden soll. Durch das semantische Verfahren erreicht ad pepper eine sehr hohe Relevanz von Werbeeinblendungen und Streuverluste werden minimiert.

Unter dem Namen **SiteScreen** bietet ad pepper seinen Kunden ein einzigartiges Produkt im Bereich des Markenschutzes (Brand Protection), das ebenfalls auf der Technologie der semantischen Analyse von Websites basiert. SiteScreen ermöglicht es, unerwünschte Inhalte zu identifizieren und so zu verhindern, dass Werbeanzeigen auf Websites geschaltet werden, deren Inhalte der Marke des Werbetreibenden schaden könnten. Dazu hat ad

pepper 18 Kategorien potenziell unerwünschter Inhalte erstellt (z.B. Adult, Alcohol, Bad News, Extreme Views, Weapons etc.). Auf Grundlage dieser Kategorien werden den entsprechenden Websites spezifische SiteScreen Profile zugeordnet.

iLead beschreibt Maßnahmen im Dialog- und Direktmarketing zur Gewinnung von Adressen zur Neukundengewinnung (Leads). Abgerechnet wird diese Leistung performanceabhängig nach dem Cost per Lead-Preismodell (CPL -Werbetreibende zahlen für qualifizierte Interessenten). Dabei kann ad pepper einen Track Record von mehr als 20.000 durchgeführten Kampagnen weltweit sowie mehr als 1 Mio. generierte qualifizierte Leads pro Monat vorweisen.

Click-Generierung ist ebenfalls eine rein erfolgsabhängige Marketinglösung. Im Netzwerk von ad pepper werden Anzeigen geschaltet, die auf eine Zieladresse (z.B. Produktbereich des Werbekunden) führen. Die Abrechnung erfolgt nach dem Cost per Click-Preismodell (CPC). Diese Traffic-erzeugende Maßnahme liefert den Werbetreibenden folglich qualifizierte Interessenten zu kalkulierbaren Kosten.

Mit **mailpepper/globase** (akquiriert in 2006) bietet ad pepper media ein CRM-Produkt für zielgruppengenaue E-Mail-Werbung. Die Kunden erhalten Zugriff auf bis zu 15 Millionen exklusive, qualifizierte Kundenprofile und deren E-Mail-Adressen. Der Versand erfolgt erst, wenn die ausdrückliche Zustimmung der Kunden vorliegt (Permission-Marketing). Die Dienstleistung durch globase erstreckt sich dabei von der Beratung des Kunden über Entwurf und Versand der Aussendung bis hin zur Erfolgskontrolle.

Die Hauptaktivität von **Emediate** ist die Bereitstellung von Ad Serving-Technologielösungen und Dienstleistungen. Das Unternehmen wurde 2001 in Dänemark gegründet. ad pepper hat den Provider im Jahr 2007 übernommen, um hierdurch die Unabhängigkeit von Drittanbietern zu gewährleisten. Für den effektiven Einsatz der Sense Engine-Technologie ist ein eigener Ad Server von großer Bedeutung. Inzwischen ist Emediate einer der wenigen unabhängigen Ad Serving Anbieter, die neben den dominierenden Großunternehmen wie Google bestehen können.

Segment webgains

Webgains wurde 2005 gegründet und hat sich zu einem der führenden internationalen Affiliate-Netzwerke entwickelt. Bereits heute sind 2.500 Werbetreibende (Merchants) und 130.000 Affiliates in Großbritannien, Frankreich, Deutschland, den Niederlanden, Schweden, Dänemark, Spanien und den USA angeschlossen. Genau betrachtet handelt es sich hierbei um eine E-Commerce Plattform. Die Merchants platzieren mittels webgains als Technologie-Plattform ihre verschiedenen Werbeformate (z.B. Banner, Links etc.) auf den Websites der Affiliates. Die Bezahlung erfolgt überwiegend erfolgsabhängig. ad pepper erhält neben der Set Up-Gebühr (ca. 500 Euro) eine erfolgsabhängige Provision (z.B. bei Abschluss eines Vertrages).

Segment ad agents

Das Konzern-Segment **ad agents** ist spezialisiert auf Suchmaschinen-Marketing (SEM), Suchmaschinen-Optimierung (SEO) und Performance-Marketing. Zu den Kunden zählen bekannte Unternehmen aus verschiedenen Branchen (Versandhandel, Reisebranche etc.), die bereits über eine gute E-Commerce-Strategie verfügen. Durch Optimierung der Reichweite und der Werbewirksamkeit hilft ad agents seinen Kunden, ihr Online-Marketing und ihre Webpräsenz möglichst noch effizienter zu gestalten und auch die Erfolgsmessung mit Hilfe eines detaillierten Reportings zu verbessern.

Management

Der Vorstand der ad pepper media International N.V. besteht aus Ulrich Schmidt (Chairman & CEO), Jens Körner (CFO) und Michael Alexander Carton (Director of the Board).

Ulrich Schmidt ist einer von fünf Gründungsgesellschaftern. Seit Februar 1999 leitet er das operative Geschäft des Unternehmens. Zuvor war er unter anderem als Geschäftsführer der Euroserve Media GmbH, einem Tochterunternehmen des Nürnberger Medienunternehmens Verlag Hans Müller tätig und maßgeblich am Aufbau und der Markteinführung des Frankfurter Adserver Anbieters ADTECH AG beteiligt. Mitte der 90er Jahre leitete Schmidt die Restrukturierung und Neupositionierung des TESSLOFF VERLAGS, einem international tätigen Kinderbuch Verlag.

Jens Körner gehört dem Vorstand der ad pepper media International N.V. seit dem 01. November 2006 an. Er zeichnet verantwortlich für den gesamten Finanzbereich der Unternehmensgruppe. Zuvor war er Direktor bei der Investment Bank Sal. Oppenheim jr. & Cie. in Frankfurt. Dort war er insbesondere für innovative Technologieunternehmen verantwortlich.

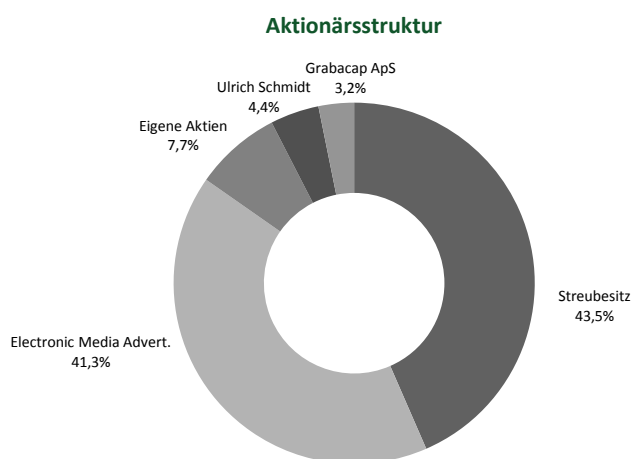
Michael Alexander Carton verfügt über eine zwölfjährige Berufserfahrung in den Bereichen Direkt Marketing und Business/Product Development. 1999 kam Herr Carton als Gründungsgesellschafter zu ad pepper media und war seitdem als Managing Director, Director Western Europe und Head of Product Development tätig. Seit 2004 leitet er außerdem die Tochtergesellschaften in UK, Frankreich, Spanien und Italien als Executive Director Product und Corporate Development. In seiner Position als Vorstand zeichnet Herr Carton seit Mai 2005 verantwortlich für die Bereiche Produkt- und Technologie Development für ad pepper media.

Aktionärsstruktur

ad pepper hat vier wesentliche Aktionäre (Anteil >3%). Größter Anteilseigner mit 41,25% ist seit dem IPO die Electronic Media Advertising (EMA B.V.). ad pepper hält 7,65% eigene Aktien.

Drittgrößter Aktionär ist der Gründungsgesellschafter und derzeitige Vorstandsvorsitzende Ulrich Schmidt. Er hält 4,37% der Anteile. Weitere Aktionäre sind Euroserver Media (1,9%), M.A. Carton (0,4% sowie Viva Media (0,35%).

44,09% der Aktien befinden sich in Streubesitz (Free Float).



ANHANG

DCF Modell

Angaben in Mio. EUR	2012e	2013e	2014e	2015e	2016e	2017e	2018e	Terminal Value
Umsatz	60,5	64,7	68,6	72,1	75,3	77,9	80,3	82,3
Veränderung	8,0%	7,0%	6,0%	5,0%	4,5%	3,5%	3,0%	2,5%
EBIT	-1,8	0,5	1,9	2,8	3,4	3,9	4,8	4,9
EBIT-Marge	-2,9%	0,8%	2,7%	3,9%	4,5%	5,0%	6,0%	6,0%
NOPAT	-2,1	0,3	1,5	2,2	2,7	3,1	3,9	3,9
Abschreibungen	0,5	0,5	0,6	0,6	0,4	0,4	0,4	0,4
in % vom Umsatz	0,8%	0,8%	0,8%	0,8%	0,6%	0,6%	0,5%	0,5%
Liquiditätsveränderung								
- Working Capital	-0,3	0,1	-0,3	-0,1	0,1	-0,1	-0,2	0,0
- Investitionen	-0,5	-0,5	-0,5	-0,5	-0,5	-0,5	-0,5	-0,5
Investitionsquote	0,8%	0,7%	0,7%	0,7%	0,7%	0,6%	0,7%	0,6%
Übriges	-1,2	-0,4	-0,4	-0,4	-0,4	-0,3	-0,3	-0,3
Free Cash Flow (WACC-Modell)	-3,5	0,1	0,9	1,8	2,4	2,6	3,3	3,5
WACC	9,8%	9,8%	9,8%	9,8%	9,8%	9,8%	9,8%	9,8%
Present Value	-3,3	0,1	0,7	1,3	1,5	1,6	1,8	25,7
Kumuliert	-3,3	-3,2	-2,5	-1,2	0,3	1,9	3,6	29,4

Wertermittlung (Mio. EUR)

Total present value (Tpv)	29,4
Terminal Value	25,7
Anteil vom Tpv-Wert	88%
Verbindlichkeiten	2,5
Liquide Mittel	16,3
Eigenkapitalwert	43,2

Aktienzahl (Mio.)	23,00
Wert je Aktie (EUR)	1,79
+Upside / -Downside	64%
Aktienkurs (EUR)	1,09

Modellparameter

Fremdkapitalquote	30,00%
Fremdkapitalzins	7,0%
Marktrendite	9,00%
risikofreie Rendite	2,50%
Beta	1,40
WACC	9,80%
ewiges Wachstum	2,50%

Quelle: Montega

Annahmen: Umsatzwachstumsraten und Margenerwartungen

Kurzfristiges Umsatzwachstum	2012-2015	6,0%
Mittelfristiges Umsatzwachstum	2012-2017	5,2%
Langfristiges Umsatzwachstum	ab 2019	2,5%
EBIT-Marge (CAGR)	2012-2015	1,1%
EBIT-Marge (CAGR)	2012-2017	2,3%
Langfristige EBIT-Marge	ab 2019	6,0%

Sensitivität Wert je Aktie (EUR) ewiges Wachstum

WACC	1,75%	2,25%	2,50%	2,75%	3,25%
10,30%	1,52	1,57	1,59	1,62	1,68
10,05%	1,60	1,66	1,68	1,71	1,78
9,80%	1,69	1,76	1,79	1,83	1,91
9,55%	1,80	1,87	1,91	1,96	2,05
9,30%	1,92	2,00	2,05	2,11	2,23

Sensitivität Wert je Aktie (EUR) EBIT-Marge ab 2019e

WACC	5,50%	5,75%	6,00%	6,25%	6,50%
10,30%	1,58	1,62	1,66	1,70	1,74
10,05%	1,68	1,72	1,76	1,81	1,85
9,80%	1,78	1,83	1,88	1,92	1,97
9,55%	1,84	1,89	1,94	1,99	2,04
9,30%	1,90	1,96	2,01	2,06	2,11

G&V (in Mio. EUR) ad pepper media International N.V.	2010	2011	2012e	2013e	2014e
Umsatz	51,7	56,0	60,5	64,7	68,6
Umsatzkosten	28,2	32,9	35,6	36,9	38,8
Vertriebskosten	15,4	16,1	16,9	17,3	17,7
Verwaltungsaufwendungen	9,1	9,8	10,1	10,4	10,6
Sonstige betriebliche Aufwendungen	1,2	1,2	1,1	1,1	1,2
Sonstige betriebliche Erträge	3,3	1,2	1,4	1,5	1,6
EBITDA	1,7	-2,2	-1,3	1,0	2,4
Abschreibungen auf Sachanlagen	0,3	0,3	0,2	0,2	0,3
EBITA	1,4	-2,5	-1,5	0,8	2,2
Amortisation immaterielle Vermögensgegenstände	0,4	0,2	0,2	0,3	0,3
Impairment Charges und Amortisation Goodwill	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
EBIT	1,0	-2,7	-1,8	0,5	1,9
Zinsertrag	1,4	0,8	0,9	1,0	1,0
Zinsaufwendungen	0,1	0,3	0,2	0,2	0,2
Finanzergebnis	2,0	0,6	0,7	0,8	0,9
Ergebnis der gewöhnlichen Geschäftstätigkeit	3,1	-2,2	-1,1	1,3	2,7
Außerordentliches Ergebnis	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
EBT	3,1	-2,2	-1,1	1,3	2,7
EE-Steuern	0,6	0,2	0,7	0,4	0,6
Jahresüberschuss nach Anteilen Dritter	2,2	-2,6	-2,1	0,5	2,5

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

G&V (in % vom Umsatz) ad pepper media International N.V.	2010	2011	2012e	2013e	2014e
Umsatzerlöse	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%
Umsatzkosten	54,7%	58,7%	58,8%	57,0%	56,5%
Vertriebskosten	29,8%	28,8%	27,9%	26,8%	25,9%
Sonstige betriebliche Aufwendungen	2,2%	2,2%	1,8%	1,8%	1,8%
Sonstige betriebliche Erträge	6,3%	2,2%	2,3%	2,3%	2,3%
EBITDA	3,3%	-4,0%	-2,1%	1,6%	3,5%
Abschreibungen auf Sachanlagen	0,6%	0,5%	0,4%	0,4%	0,4%
EBITA	2,7%	-4,4%	-2,5%	1,2%	3,2%
Amortisation immaterielle Vermögensgegenstände	0,7%	0,4%	0,4%	0,4%	0,5%
Impairment Charges und Amortisation Goodwill	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
EBIT	2,0%	-4,9%	-2,9%	0,8%	2,7%
Zinsertrag	2,6%	1,5%	1,5%	1,5%	1,5%
Zinsaufwendungen	0,1%	0,5%	0,3%	0,2%	0,2%
Finanzergebnis	4,0%	1,0%	1,2%	1,2%	1,2%
Ergebnis der gewöhnlichen Geschäftstätigkeit	5,9%	-3,9%	-1,8%	2,0%	3,9%
Außerordentliches Ergebnis	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
EBT	5,9%	-3,9%	-1,8%	2,0%	3,9%
EE-Steuern	1,1%	0,3%	1,1%	0,7%	0,8%
Jahresüberschuss nach Anteilen Dritter	4,3%	-4,7%	-3,4%	0,8%	3,7%

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

Bilanz (in Mio. EUR) ad pepper media International N.V.	2010	2011	2012e	2013e	2014e
AKTIVA					
Immaterielle Vermögensgegenstände	0,5	0,3	0,3	0,2	0,1
Sachanlagen	0,4	0,4	0,4	0,4	0,3
Finanzanlagen	15,8	13,3	14,0	14,0	14,5
Anlagevermögen	16,8	14,0	14,6	14,6	15,0
Forderungen und sonstige Vermögensgegenstände	9,0	10,9	9,6	10,1	10,7
Liquide Mittel	11,2	9,8	7,3	8,1	9,9
Umlaufvermögen	20,8	21,5	17,5	18,8	21,2
Bilanzsumme	37,5	35,4	32,1	33,4	36,2
PASSIVA					
Eigenkapital	25,7	22,3	21,1	22,2	25,0
Anteile Dritter	0,4	0,4	0,6	0,7	0,7
Rückstellungen	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Zinstragende Verbindlichkeiten	3,3	2,4	1,9	1,8	1,6
Sonstige Verbindlichkeiten	8,2	10,4	8,6	8,7	8,9
Verbindlichkeiten	11,4	12,7	10,5	10,5	10,5
Bilanzsumme	37,5	35,4	32,1	33,4	36,2

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

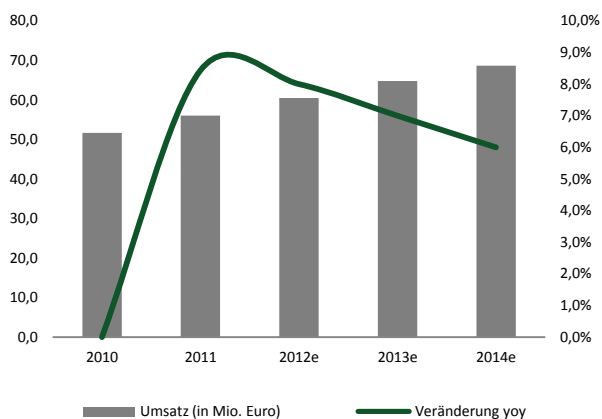
Bilanz (in % der Bilanzsumme) ad pepper media International N.V.	2010	2011	2012e	2013e	2014e
AKTIVA					
Immaterielle Vermögensgegenstände	1,3%	0,8%	0,8%	0,7%	0,4%
Sachanlagen	1,2%	1,1%	1,1%	1,1%	0,9%
Finanzanlagen	42,2%	37,5%	43,6%	42,0%	40,1%
Anlagevermögen	44,7%	39,4%	45,5%	43,7%	41,4%
Forderungen und sonstige Vermögensgegenstände	24,0%	30,7%	30,0%	30,2%	29,6%
Liquide Mittel	29,9%	27,6%	22,6%	24,3%	27,4%
Umlaufvermögen	55,3%	60,6%	54,5%	56,3%	58,6%
Bilanzsumme	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%
PASSIVA					
Eigenkapital	68,6%	63,0%	65,6%	66,6%	69,0%
Anteile Dritter	1,0%	1,1%	1,7%	1,9%	1,9%
Rückstellungen	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Zinstragende Verbindlichkeiten	8,7%	6,7%	5,9%	5,2%	4,4%
Sonstige Verbindlichkeiten	21,7%	29,2%	26,8%	26,2%	24,6%
Verbindlichkeiten	30,5%	35,9%	32,7%	31,5%	29,0%
Bilanzsumme	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%

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

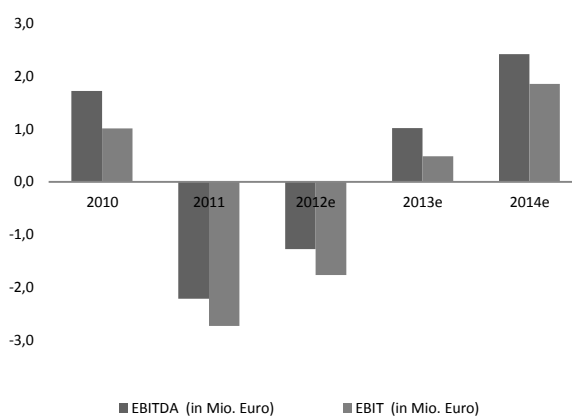
Kapitalflussrechnung (in Mio. EUR) ad pepper media International N.V.	2010	2011	2012e	2013e	2014e
Jahresüberschuss/ -fehlbetrag	2,5	-2,4	-1,7	0,9	2,;
Abschreibung Anlagevermögen	0,3	0,3	0,2	0,2	0,;
Amortisation Goodwill	0,0	0,0	0,0	0,0	0,;
Amortisation immaterielle Vermögensgegenstände	0,4	0,2	0,2	0,3	0,;
Veränderung langfristige Rückstellungen	0,0	0,0	0,0	0,0	0,;
Sonstige zahlungsunwirksame Erträge/Aufwendungen	-1,3	0,1	0,0	0,0	0,;
Cash Flow	1,9	-1,8	-1,2	1,4	2,;
Veränderung Vorräte	0,0	0,0	0,0	0,0	0,;
Veränderung Forderungen aus L+L	-1,6	-2,2	1,6	-0,4	-0,;
Veränderung Verb. aus L+L + erh. Anzahlungen	-0,3	2,4	-2,0	0,5	0,;
Veränderung sonstige Working Capital Posten	0,0	-0,8	0,0	0,0	0,;
Veränderung Working Capital	-1,9	-0,6	-0,3	0,1	-0,;
Cash Flow aus operativer Tätigkeit	0,0	-2,4	-1,6	1,5	2,;
CAPEX	-0,3	-0,3	-0,5	-0,5	-0,;
Zugänge aus Akquisitionen	-0,4	-1,1	0,0	0,0	0,;
Finanzanlageninvestitionen	-3,1	4,9	0,0	0,0	0,;
Erlöse aus Anlageabgängen	0,0	0,0	0,0	0,0	0,;
Cash Flow aus Investitionstätigkeit	-3,8	3,5	-0,5	-0,5	-0,;
Dividendenzahlung	0,0	-1,1	0,0	0,0	0,;
Veränderung Finanzverbindlichkeiten	0,0	0,0	-0,5	-0,2	-0,;
Erwerb eigener Aktien	-0,3	0,0	0,0	0,0	0,;
Kapitalmaßnahmen	0,3	0,2	0,0	0,0	0,;
Sonstiges	0,1	-0,3	0,0	0,0	0,;
Cash Flow aus Finanzierungstätigkeit	0,1	-1,2	-0,5	-0,2	-0,;
Effekte aus Wechselkursänderungen	0,0	0,0	0,0	0,0	0,;
Veränderung liquide Mittel	-3,7	0,0	-2,5	0,9	1,;
Endbestand liquide Mittel	9,8	9,8	7,3	8,1	9,;

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

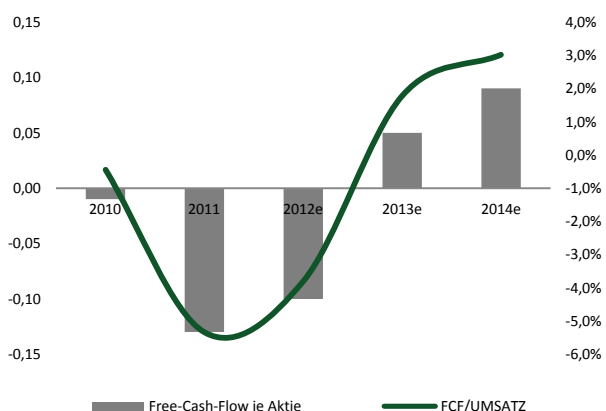
Umsatzentwicklung



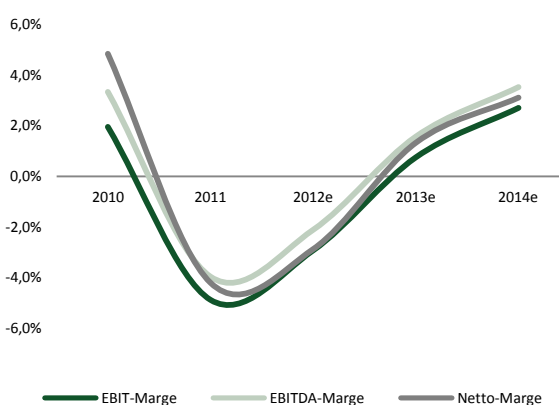
Ergebnisentwicklung



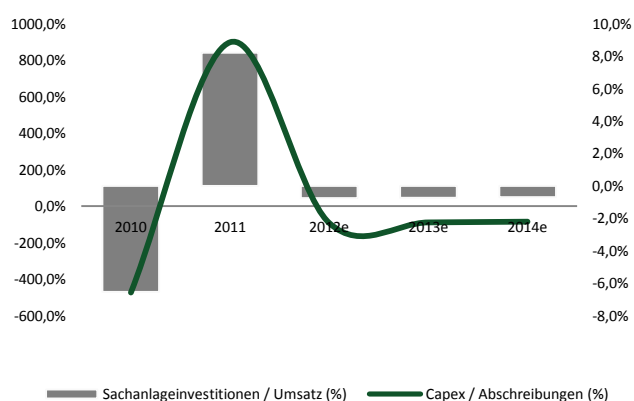
Free-Cash-Flow Entwicklung



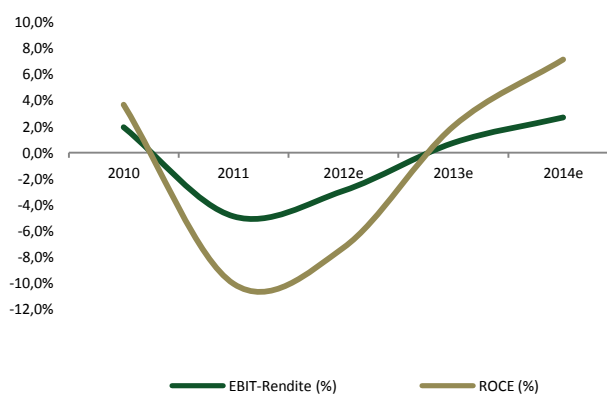
Margenentwicklung



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 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: 24.04.2012):

Montega AG hat mit diesem Unternehmen eine Vereinbarung über die Erstellung einer Finanzanalyse getroffen. Die Finanzanalyse wurde dem Emittenten vor ihrer Veröffentlichung zugänglich gemacht und danach geändert.

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: 24.04.2012):

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%
Kaufen	19.07.2011	2,30	43%
Kaufen	17.10.2011	2,25	97%
Kaufen	15.02.2012	1,85	28%
Kaufen	24.04.2012	1,80	65%