

Empfehlung	Kaufen
Kursziel	2,65 Euro
Potenzial	+58 Prozent

Tickerdaten	
Kurs	1,68 Euro
ISIN	NL0000238145
WKN	940883
Bloomberg	ADM
Segment	Prime-Standard
Branche	Internet

Analyse	
Publikationsdatum	02. August 2010
Analyse	Ersteinschätzung
Kontakt	Alexander Braun
	040 / 4 1111 37-77
	a.braun@montega.de



Werte	
Marktkapitalisierung	35,97 Mio. Euro
Enterprise Value	17,58 Mio. Euro
Buchwert	22,70 Mio. Euro
Nettoliquidität	21,80 Mio. Euro

Aktie	
Aktienanzahl	22,23 Mio.
High / Low (in Euro)	1,95 / 0,98
ØHandelsvol. (Stück)	52,75 Tsd.
Aktionäre	Electronic Media Advertising: 41,25%
	ad pepper: 9,02%
	Ulrich Schmidt: 4,37%

Termine	
Halbjahresbericht 2010	12. August 2010
Q3-Bericht	11. November 2010
Analystenkonferenz	22.-24. November 2010

Restrukturierung erfolgreich – Erhebliches Kurspotenzial

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

Im abgelaufenen Geschäftsjahr hat das Unternehmen **einen harten Restrukturierungsprozess durchlaufen** (Goodwill abgeschrieben, Niederlassungen geschlossen, Kosten reduziert) und als Folge in H1/2010 die Rückkehr in die Gewinnzone vollzogen (EBIT H1/2010: 322 Tsd. Euro). Die positive Geschäftsentwicklung dürfte sich im zweiten Halbjahr fortsetzen. Für das Gesamtjahr gehen wir von einem **Anstieg des Umsatzes auf 50,9 Mio.** Euro (+8,5%) aus, das EBIT dürfte bei 1,0 Mio. Euro liegen.

Die **Aussichten** für die nächsten Jahre **sind hervorragend**. ad pepper wird u.E. stärker als der Markt wachsen. Dieses ist eine Folge der **hohen Wettbewerbsqualität**, bedingt durch:

- Die Wahrnehmung als leistungsstarker Partner mit internationaler Ausrichtung (wichtig für globale Marken/Unternehmen).
- Die Fokussierung auf den Wachstumsmarkt der performance-basierten Online-Werbung in Verbindung mit einem hohen Wirkungsgrad (technologischer Vorsprung von ad pepper).
- Die einzigartige Marktstellung im Bereich „Brand Protection“ – die Bedeutung dieses Themas nimmt deutlich zu (speziell in den USA).

Ergebnisseitig wird die zukünftige Entwicklung vor allem durch einen unterproportionalen Anstieg der sonstigen betrieblichen Aufwendungen/Verwaltungskosten sowie der Vertriebskosten determiniert. Dieses sollte es ad pepper ermöglichen, die EBIT-Marge bis 2012e auf über 5% zu steigern.

Bewertung

Der derzeitige Aktienkurs spiegelt die hohe **Qualität des Unternehmens**, das **attraktive Marktumfeld** und die sich hieraus ableitenden **zukünftigen Wachstumsaussichten** in keiner Weise wider. Berücksichtigt man die hohe Nettoliquidität beträgt das bereinigte KGV für **2011e derzeit lediglich 8**, was eine deutliche Unterwertung der Aktie signalisiert. Das DCF-Modell auf Basis von konservativen Annahmen ergibt einen fairen Wert von 2,65 Euro. Damit bietet die Aktie auf Basis des aktuellen Kursniveaus ein **Upside-Potenzial** von rund 58%. Die Aktie wird daher zum Kauf empfohlen.

	2008	2009	2010e	2011e	2012e
Kennzahlen je Aktie in EUR, andere Angaben in Mio. EUR, Kurs: 1,68					
Umsatz	52,6	46,9	50,9	55,3	60,4
EBITDA	5,7	-5,8	1,8	3,0	4,0
EBITDA-Marge	10,8%	-12,4%	3,5%	5,5%	6,7%
EBIT	2,5	-32,0	1,0	2,3	3,2
EBIT-Marge	4,7%	-68,1%	1,9%	4,1%	5,3%
Nettoergebnis	2,6	-34,3	1,8	2,3	3,1
Nettoergebnis-Marge	5,0%	-73,2%	3,5%	4,1%	5,2%
Ergebnis je Aktie	0,12	-1,61	0,08	0,11	0,15
Dividende je Aktie	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Dividendenrendite	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
EV/Umsatz	0,33	0,37	0,35	0,32	0,29
EV/EBITDA	3,10	n.m.	10,01	5,78	4,37
EV/EBIT	7,11	n.m.	17,81	7,75	5,49
KGV	14,00	n.m.	21,00	15,27	11,20
ROCE	4,2%	-76,2%	3,7%	7,4%	9,2%

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

INHALTSVERZEICHNIS

Investment Case.....	3
Timing und Sentiment.....	6
SWOT.....	7
Markt und Wettbewerb.....	9
Wettbewerbsqualität.....	11
Finanzen.....	13
Jüngste Performance.....	13
Einzigartige Marktstellung sichert zukünftiges Umsatzwachstum.....	13
Operating Leverage führt zu überproportionalen Ergebnisanstieg.....	15
Hervorragende Bilanzqualität.....	15
Bewertung.....	16
DCF-Model.....	16
Peer Group-Vergleich.....	17
Fazit.....	17
Unternehmenshintergrund.....	18
Segmentsbetrachtung.....	18
Management.....	20
Aktionärsstruktur.....	21
Anhang.....	22

INVESTMENT CASE

ad pepper media ist einer der **führenden, unabhängigen Online-Werbevermarkter** mit internationaler Ausrichtung (16 Niederlassungen in acht europäischen Ländern und USA; Kunden in mehr als 50 Ländern). Das Unternehmen 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.

Bedeutungsgewinn des Internets determiniert Marktwachstum

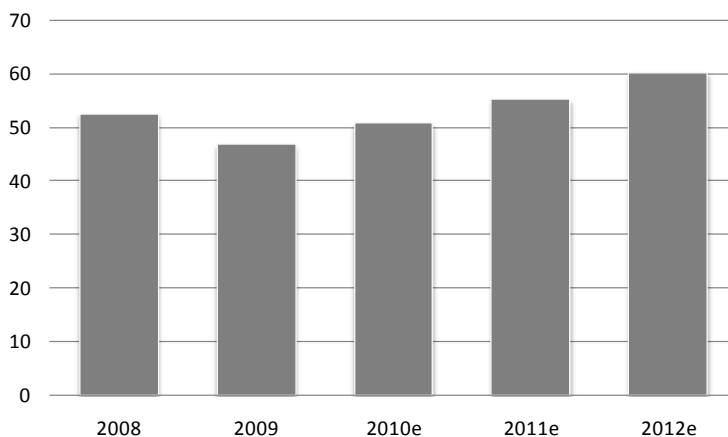
Trotz der schwierigen Konjunkturlage, insbesondere in den USA und in Teilen Europas, sollten die **fundamentalen Wachstumstrends** des für ad pepper relevanten Marktes für Online Werbung **weiterhin Bestand** haben. Dieses ist eine Folge

- der wachsenden Bedeutung des Internets als Vertriebskanal durch Vorteile in Bezug auf Kosten, Flexibilität und Reichweite,
- einer weiteren Verbreitung von Breitbandanschlüssen in Verbindung mit einer steigenden Akzeptanz von E-Commerce,
- der zunehmenden Nutzungsintensität des Mediums (zunehmend die wichtigste Schnittstelle zum Kunden),
- der hohen Kosten-Nutzen-Relation der Online-Werbung im Vergleich zu klassischen Werbeformen.

Der Markt für Online-Werbung in Europa wird laut EIAA (European Interactive Advertising Association) **in 2010 um 7,6% wachsen**. ad pepper sollte überproportional von diesem Marktwachstum profitieren. Die spezifischen Wachstumstreiber sind dabei:

- Die Wahrnehmung als leistungsstarker Partner durch die internationale Ausrichtung (wichtig für globale Marken/Unternehmen).
- Die Fokussierung auf den Wachstumsmarkt der performance-basierten Online-Werbung,
- in Verbindung mit einem hohen Wirkungsgrad bedingt durch den technologischen Vorsprung von ad pepper (führt zu steigenden Anteilen an den Werbebudgets).
- Die einzigartige Marktstellung im Bereich „Brand Protection“ – die Bedeutung dieses Themas nimmt deutlich zu (speziell in den USA).
- Die Erschließung des spanischsprachigen Marktes mit über 300 Mio. Muttersprachlern (Spanien, Südamerika).

Sämtliche der genannten Punkte beinhalten für ad pepper erhebliches Wachstumspotenzial. Insbesondere der US-Amerikanische Markt weist eine **enorme Dynamik** auf (Umsatz allein im Juni 2010 bereits rund 500 Tsd. Euro, nach ca. 1,2 Mio. im Gesamtjahr 2009), deren Entwicklung aber aufgrund des Basiseffektes noch schwer einzuschätzen ist. Aus diesem Grund wird mit einer leicht über dem Marktwachstum liegenden, durchschnittlichen Wachstumsrate bis 2012 von 8,8% gerechnet. Der Umsatz sollte entsprechend bis auf 60,4 Mio. Euro in 2012e ansteigen (siehe nachfolgend Grafik):

Entwicklung Umsatz - Angaben in Mio. Euro (Quellen: Unternehmen; Prognosen: Montega)

Das stärkste Wachstum wird sich u.E. im Segment Webgains einstellen. Der Anteil am Gesamtumsatz dürfte in 2010 auf rund 31,1% steigen (nach 27,1% in 2009). Der Anteil von ad pepper media wird folglich auf rund 56,7% zurückgehen. Auch das Segment ad agents wird u.E. weiter an Bedeutung gewinnen und in 2010 rund 11,5% des Gesamtumsatzes ausmachen.

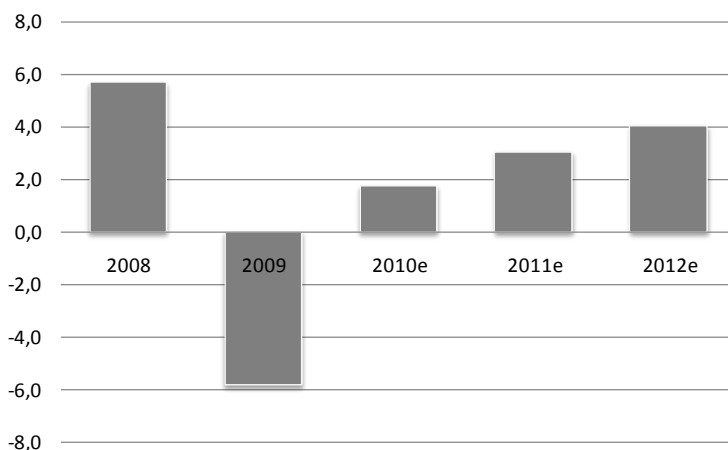
Hoher Operating Leverage führt zu überproportionalem Ergebnisanstieg

Die **hohe Wettbewerbsqualität** des Unternehmens sollte in den nächsten Jahren in eine deutliche Steigerung der Ertragskraft umgewandelt werden. Das überproportionale Ertragswachstum bis 2012e ist im Wesentlichen ein Resultat der unterproportionalen Entwicklung der betrieblichen Aufwendungen bedingt durch...

...die Fixkostendegression im Bereich der sonst. betr. Aufwendungen/Verwaltungskosten (sinken von 29,8% in 2009 auf 16,5% in 2012e)

...in Verbindung mit sinkenden Vertriebskosten (internationale Kampagnen, Cross-selling), die von 34,8% in 2009 auf 28% in 2012e zurückgehen sollten.

Wir gehen von einem Anstieg der EBITDA-Marge auf 6,7% in 2012e aus. Die erwartete Entwicklung des EBITDA ist der folgenden Grafik zu entnehmen:

Entwicklung EBITDA - Angaben in Mio. Euro (Quellen: Unternehmen; Prognosen: Montega)

Hervorragende Bilanzqualität

Mit Abstand **größter Posten** auf der Aktivseite sind **die liquiden Mittel** (inkl. Wertpapiere). Diese lagen per 30.06.2010 bei rund 21,85 Mio. Euro. Damit bestehen rund 67% der Aktiva aus liquiden Mitteln und Wertpapieren. Die **Eigenkapitalquote** der Gesellschaft lag per Ende Juni 2010 **bei 70%** (Ende 2009: 65%).

Deutlich unterbewertet

Der derzeitige Aktienkurs spiegelt die **Qualität des Unternehmens**, das **attraktive Marktumfeld** und die sich hieraus ableitenden **zukünftigen Wachstumsaussichten** in keiner Weise wider. Das DCF-Modell signalisiert ein deutliches Upside-Potenzial (rund 58%). Die Aktie wird auf Basis des aus einem DCF-Modell abgeleiteten fairen Wertes von 2,65 Euro zum Kauf empfohlen.

TIMING UND SENTIMENT

Der jüngste Newsflow war äußerst positiv:

- ad pepper hat sowohl in Q1 wie auch in Q2 den break-even auf operativer Ebene erreicht.
- Bei den Q2-Zahlen war eine deutliche Belebung der Top-Line zu erkennen (yoy + 12,4%).
- Das Ergebnis (EBITDA Q2/2010: 0,5 Mio. Euro) konnte sowohl im Vorjahresvergleich (Q2/2009: -1,04 Mio. Euro) als auch im Quartalsvergleich (Q1/2010: 0,2 Mio. Euro) deutlich gesteigert werden.
- Als Folge des positiven Geschäftsverlaufs wurde die Guidance angehoben (aktuell: EBITDA 2010 mindestens 1,5 Mio. Euro).

Auch auf der Kundenseite war die Nachrichtenlage positiv:

- ad agents übernimmt Suchmaschinen-Marketing, Suchmaschinen-Optimierung und Affiliate-Marketing für EURONICS (März 2010).
- ad pepper agents gewinnen SEM-Etat für thalia.de, einem der führenden Internethändler für Bücher und Medien (März 2010).
- Die erfolgreiche Zusammenarbeit mit neckermann.at (Affiliate Marketing) wurde um den Bereich SEM erweitert (März 2010).
- Kodak Gallery (Online-Fotoservice von Kodak) startet die Zusammenarbeit mit Webgains in Großbritannien und exklusiv in fünf europäischen Ländern (März 2010).
- Die Internetstores AG konnte als Neukunde für den Bereich Google Product Search (ad agents) gewonnen werden (Mai 2010).

Der **positive Newsflow der vergangenen Monate sollte weiter anhalten**, die zukünftige Nachrichtenlage dürfte vor allem durch die folgenden Faktoren determiniert werden:

- Positive Entwicklung in den USA: Die Geschäftsentwicklung in den USA verläuft äußerst erfolgreich – die monatlichen Umsätze dürften schon auf bzw. leicht über dem Niveau in Deutschland (bisher wichtigster Markt) liegen.
- Markterschließung des spanischsprachigen Marktes: Mit mehr als 300 Mio. Muttersprachlern gehört der spanisch sprachige Markt zu den attraktivsten Werbemärkten.
- Start von SiteScreen und iSense als Lizenzmodell: Diese dürfte die Marge positiv beeinflussen.

Dieses sollte sich auch in den Zahlen von ad pepper ablesen lassen. Wir erwarten:

- **Ein weiteres, dynamisches Wachstum des Umsatzes** (auf 60,4 Mio. Euro in 2012e)...
- in Zusammenhang mit einer deutlichen Margensteigerung bis 2012e auf 5,3%.

Q3 dürfte umsatzseitig erneut stark ausfallen: Das Unternehmen wächst derzeit stark in den USA (insbesondere wegen SiteScreen/Thema Brand Protection). Die Lage in Europa hellt sich zunehmend auf, die Konjunkturaussichten haben sich weiter verbessert. Die europäische Medienbranche verzeichnete zuletzt wieder steigende Werbeeinnahmen. Das Sentiment für diesen Bereich dürfte sich weiter verbessern. **Q4 ist traditionell stark (Weihnachtsgeschäft, E-Commerce).**

Ergebnisseitig waren in den ersten beiden Quartalen die Erfolge des Restrukturierungsprozesses zu erkennen. Q3/2010 dürfte an diese Entwicklung anknüpfen. Zusätzlich wird ad pepper wieder ein **starkes Zinsergebnis** erzielen können (Sondereffekt wg. Kündigung von hochverzinslichen, langfristigen Wertpapieren durch die Emittenten). Der Newsflow bleibt positiv, die Aktie dürfte zunehmend in den Fokus von Investoren rücken.

SWOT

Stärken

ad pepper weist eine **Vielzahl von Stärken** auf. Hierzu gehören:

- Technologischer Vorsprung: mit iSense (Semantisches Targeting) verfügt ad pepper über eine einzigartige Technologie.
- Internationale Ausrichtung: Mit 15 Niederlassungen in Europa und den USA ist ad pepper in der Lage, internationale Kampagnen zu platzieren.
- Breites Dienstleistungsportfolio mit starker Fokussierung auf den Wachstumsmarkt „Performance-Marketing“.
- Größenvorteil: Im Bereich Affiliate-Marketing entscheidet die Größe – Webgains gehört zu den Top3 Affiliate-Netzwerken in Europa.
- Solide Bilanzstruktur: Keine zinstragenden Finanzverbindlichkeiten, hohe Nettoliquidität (ca. 1,00 Euro je Aktie); EK-Quote rund 70%. IAV und Goodwill im Rahmen der 2009er-Bereinigung fast komplett abgeschrieben – kein Risiko von a.o. Firmenwertabschreibungen mehr.

Schwächen

Trotz der Qualität im Wettbewerb und der Positionierung in einem Wachstumsmarkt weist das Unternehmen auch **Schwächen** auf, hierzu gehören:

- Starke Abhängigkeit vom Werbemarkt: Trotz des technologischen Vorsprungs ist die Geschäftsentwicklung von ad pepper von der Entwicklung des Werbemarktes abhängig.
- Qualität vs. Quantität: iSense und SiteScreen senken die möglichen Ad Impressions.
- Noch kein Durchbruch von iSense/SiteScreen.

Chancen

ad pepper bewegt sich in einem äußerst attraktiven Marktumfeld, das eine **Vielzahl von Chancen** bietet:

- Dynamischer Wachstumsmarkt: Ausrichtung auf Performance-basierte Werbung.
- Überproportionales Wachstum: Durch den technologischen Vorsprung dürfte ad pepper überproportional vom Marktwachstum profitieren und seine Marktanteile ausbauen.
- Globale Präsenz: Für die Werbetreibenden nehmen internationale Kampagnen eine immer größere Bedeutung ein. Dieses Bedürfnis können viele, lokal ausgerichtete Agenturen nicht befriedigen.
- Steigende Profitabilität: Lizenzierungsmodell könnte zu einer deutlichen Margensteigerung beitragen.
- Potenzieller Übernahmekandidat: Starker Großaktionär mit 41,25%-Anteil - würde eine mögliche Übernahme erleichtern.

(weiter auf der nächsten Seite)

Risiken

Dennoch gibt es auch **Risiken**, die insbesondere aus der Unternehmensgröße und der Abhängigkeit vom Werbemarkt resultieren:

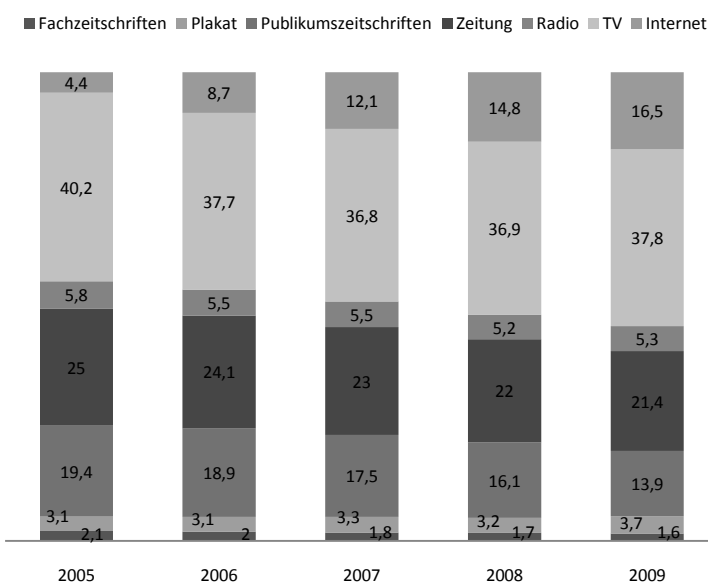
- Abschwächung des Marktwachstums aufgrund von einer deutlichen Verschlechterung der wirtschaftlichen Rahmenbedingungen.
- Die Wettbewerbsintensität insbesondere im Bereich Affiliate Marketing könnte weiter zunehmen.
- Der Preisdruck unter den Online-Werbevermarktern könnte steigen und zu einer Belastung der Marge von ad pepper führen.
- Die Geschwindigkeit des technologischen Wandels im Bereich Online-Marketing könnte zunehmen – dies würde höhere Investitionen nach sich ziehen.
- Noch kein Zugang zum Werbemarkt für mobile Anwendungen.

MARKT UND WETTBEWERB

In den letzten Jahren gab es eine kontinuierliche Verlagerung der Werbebudgets von den klassischen Werbemedien (Print, TV, Radio) zugunsten des Internets. Die geringen Streuverluste, eine hohe Messbarkeit des Erfolgs sowie die wachsende Bedeutung des Internets als Vertriebskanal (Vorteile in Bezug auf Kosten, Flexibilität und Reichweite) haben zu dieser Entwicklung beigetragen.

Performance-basierte Werbung (CPL, CPA,...) hat diesen Trend noch verstärkt. Mittelfristig wird sich nach unserer Einschätzung eine noch stärkere Trennung in Markenbildung (TV, Print und Radio) und Vertriebsmedium (Internet) abzeichnen.

Anteile der Medien an den Bruttowerbeausgaben in Dtl. in % (Quelle: OVK)



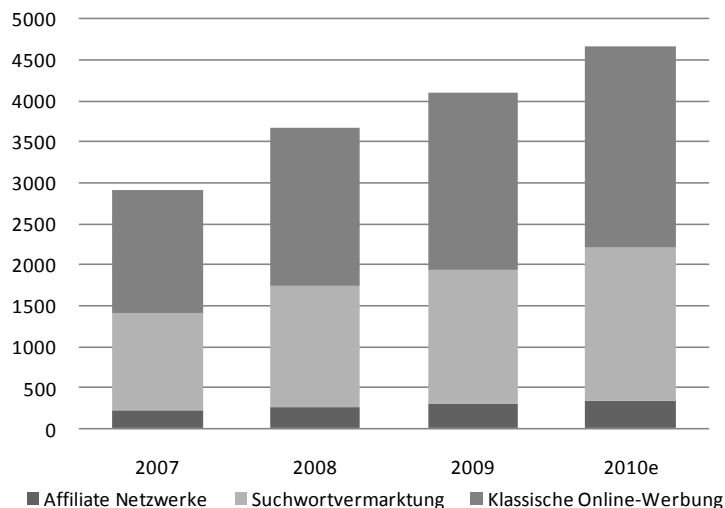
Ausblick positiv – Nutzerwachstum hält an

Der Ausblick für den Online-Werbemarkt ist positiv: Die Zahl der Internet-User steigt kontinuierlich. Im ersten Quartal 2009 verfügten 65% der Haushalte in der EU27 über einen Internetzugang, gegenüber 60% im ersten Quartal 2008 (Quelle: eurostat). In den USA liegt die Zahl der Internetnutzer bereits auf einem deutlich höheren Niveau (74,1% in 2009; Altersgruppe ab 14 Jahren) und wächst ebenfalls weiter an (2008: 72,5%; Quelle: Nielsen-Online).

Das Konsumentenverhalten flankiert das Wachstum des Werbemarktes im Internet. In 2009 kauften oder bestellten 37% der Personen im Alter von 16-74 Jahren Waren oder Dienstleistungen über das Internet. 2008 waren es lediglich 25% (bezogen auf EU27; Quelle: eurostat).

Positive Marktdynamik

Analog zur steigenden Verbreitung des Internets und eines sich ändernden Konsumentenverhaltens (mehr Käufe im Internet) stiegen die Werbeausgaben im Internet in den letzten Jahren kontinuierlich an. Laut OVK wurde 2009 ein Anstieg von fast 5% erzielt. In Deutschland war das Wachstum im gleichen Zeitraum mit 12% sogar zweistellig. Das Gesamtvolumen im europäischen Online Advertising stieg damit auf 14,7 Mrd. Euro und war fast mit den USA vergleichbar (16,3 Mrd. Euro).

OVK Werbestatistik nach Segmenten, Deutschland (Angaben in Mio. Euro)**Weiterer Anstieg der Media Budgets**

Die Studie „Marketers’ Internet Ad Barometer 2009“ der EIAA (European Interactive Advertising Association) zeigt die **wachsende Bedeutung des Internets als Werbemedium**. Europaweit gaben 94% der etwa 500 befragten Marketing-Entscheider an, ihr Online Budget 2010 weiter auszubauen. 2011 werden es 93% sein. In Folge dessen soll der Bereich Online-Werbung in Europa im Jahr 2010 mit rund 7,6% wachsen. Für 2011 ist sogar mit einem sprunghaften Anstieg der Ausgaben für Online-Werbung, der deutlich über 15% liegen sollte, zu rechnen.

Eine vergleichbare Entwicklung dürfte sich in den USA einstellen. Im ersten Quartal 2010 stieg dort der Umsatz für Online-Werbung um 7,5% auf umgerechnet 4,35 Mrd. Euro (Quelle: IAB/PwC). Das ist der höchste Q1-Umsatz, der in den USA jemals im Bereich Online-Werbung erzielt wurde.

Krisensicheres Geschäftsmodell

Der Werbemarkt ist sehr zyklisch. Dies gilt allerdings eher für den klassischen Bereich, der **Online-Werbemarkt leidet weitaus weniger unter den konjunkturellen Begebenheiten**. Dies liegt vor allem an der guten Messbarkeit von Erfolgskomponenten (z.B. Leads). Dementsprechend dürfte sich eine mögliche Abschwächung der Konjunktorentwicklung weitaus weniger negativ auf die Wachstumsprognosen für Online-Werbung auswirken. Auch der Einsatz von Targeting-Technologien, einem Bereich, in dem ad pepper mit der Sense Engine-Technologie sehr gut positioniert ist, steigt zunehmend. Mehr als ein Drittel der europäischen Marketingentscheider bauen laut einer Studie der EIAA inzwischen auf Maßnahmen aus dem Bereich Behavioral Targeting zur effizienteren Zielgruppenansprache. Diese Technologie, in Verbindung mit der SiteScreen Brand Protection, steigert auch das Interesse der Werbetreibenden in den USA an den Dienstleistungen von ad pepper. Noch erzielt ad pepper den größten Teil seines Umsatzes zwar in Europa, kann aber inzwischen auch auf ein dynamisches Wachstum in den Vereinigten Staaten verweisen.

WETTBEWERBSQUALITÄT

Wettbewerbsumfeld

Die **Wettbewerbsintensität im Bereich „Online-Marketing“ ist hoch**. Ad pepper konkurriert neben börsennotierten Gesellschaften wie Tomorrow Focus, Tradedoubler (1.700 Advertiser; mehr als 128 Tsd. aktive Publisher) und Sedo Holding (Affiliate Netzwerk affiliinet; Großaktionär United Internet) vor allem mit nicht börsennotierten Gesellschaften, die teils eine beachtliche Größe aufweisen (zanox Gruppe, Adbuttler).

Der Bereich Affiliate-Marketing ist in Deutschland unter zwei sehr großen und vielen kleinen bis mittleren Netzwerken aufgeteilt. Zanox und Affilinet (die beiden Marktführer) verlangen in der Regel sehr hohe Setup-Gebühren (VB 4.800 Euro Setup und 300 Euro monatlich), bringen aber auch eine große Affiliate-Basis mit. Bei den meisten anderen ist der Start eines Programms sehr preiswert, allerdings ist grundsätzlich auch mit weniger Umsatz zu rechnen.

In den USA und weltweit zu den größten Affiliate Netzwerken gehört Commission Junction (gegründet 1998), ein Unternehmen von ValueClick Inc. (Über 2.500 Merchants/Advertiser; Umsatz 2009 nur aus dem Affiliate Marketing 112 Mio. USD).

Google befindet sich außerhalb jeder Konkurrenz. Mit seiner quasi-monopolistischen Stellung im Bereich Suchmaschinenmarketing konnte das amerikanische Unternehmen allein im zweiten Quartal des laufenden Geschäftsjahres 2010 einen Umsatz in Höhe von 2,06 Mrd. USD erzielen. Allerdings ist Google kein direkter Konkurrent. Vielmehr treten Unternehmen wie ad pepper als Dienstleister an der Schnittstelle zwischen Google und den Werbetreibenden auf (SEO; SEM,...).

Einzigartige Positionierung im Online-Werbemarkt

Mit seinen 15 Niederlassungen in neun europäischen Ländern sowie den USA und mehr als zehnjähriger Erfahrung in der Platzierung internationaler Werbekampagnen gehört ad pepper zu den **wenigen leistungsstarken Vermarktern mit globaler Ausrichtung**.

Mit Webgains verfügt ad pepper über ein dynamisch wachsendes Affiliate-Netzwerk. Daneben bietet das Unternehmen aber auch individuelle Lösungen für Semantisches Advertising (iSense), die Generierung vom Leads sowie eine Technologie zum Schutz der Marke (SiteScreen). Die Produkte iSense und SiteScreen sind einzigartig - kein Konkurrent verfügt derzeit über eine vergleichbare Technologie. Hierdurch kann sich ad pepper im Wettbewerb abgrenzen.

Affiliate Netzwerke – kompetitiver Wachstumsmarkt

Mit einem yoy-Wachstum von rund 31% konnte ad pepper in den ersten sechs Monaten im Segment „Webgains“ das stärkste Wachstum verzeichnen. Die dynamische Top-Line-Entwicklung unterstreicht die Attraktivität von Affiliate-Netzwerken. Sie profitieren vom Trend zur performance-basierten Werbung. ad pepper verfügt mit Webgains über eines der größten Affiliate-Netzwerke in Europa (Nr. 3 nach der Zanox-Gruppe und Affilinet). Bereits heute sind mehr als 1.300 Werbetreibende (Merchants) und nahezu 60.000 Affiliates (Websites) in Großbritannien, Frankreich, Deutschland, den Niederlanden, Schweden, Dänemark, Spanien und den USA angeschlossen. Das Wachstum ist dabei ein Resultat der hohen Service-Qualität. Neben den geringen Set-Up-Gebühren (ca. 500 Euro) und einem professionellen Support überzeugt Webgains vor allem durch die zügige Auszahlung der Werbeerlöse (Auszahlung alle zwei Wochen). Zudem erzielt das Netzwerk durch die Einbindung der Sense-Technologie einen sehr hohen Wirkungsgrad (hohe Conversion).

Hoher Wirkungsgrad

Der Erfolg von Werbung im Internet ist messbar. Für die Werbetreibenden ist die sogenannte Conversion Rate - also der Erfolg von Werbung – entscheidend.

Das Problem vieler Seitenbetreiber ist dabei, dass Performance-Marketing-Kampagnen nur dann erfolgreich laufen (d.h. die entsprechenden Umsätze bringen), wenn Sie im richtigen Kontext erscheinen. Diese Probleme haben die Werbevermarkter bzw. Affiliate-Netzwerke bisher nicht gelöst.

Mit iSense verfügt ad pepper über ein **revolutionäre semantische (patentier) Technologie**, die es Werbetreibenden und Seitenbetreibern ermöglicht, Werbung im exakt passenden Werbeumfeld zielgruppengerecht zu platzieren. Der Wirkungsgrad von Werbung liegt laut ad pepper bei 97%. So wird die Relevanz der Werbeeinblendungen (5% für die Besucher von Websites bei Online-Werbung) signifikant erhöht, wodurch die Click-Through-Rate überdurchschnittliche Werte erreicht. Laut einer Fallstudie konnte ad pepper einen Wert von 0,33% erzielen, der Durchschnittswert in Deutschland beträgt 0,13% (Quelle: comScore).

Thema „Brand-Protection“ gewinnt an Bedeutung

Neben dem Wirkungsgrad, der über den finanziellen Erfolg von Kampagnen entscheidet, hat die Bedeutung des Markenschutzes im Internet in den letzten Jahren weiter zugenommen. Speziell die Affiliate-Netzwerke (unzählige, kleine Websitebetreiber) stellen die Werbetreibenden vor eine große Herausforderung. Schaltung von Werbung im gewaltverherrlichenden oder jugendgefährdenden Umfeld sind die offensichtlichen Gefahren beim Thema Markenschutz. Die **Herausforderungen sind aber komplexer**: redaktionelle Beiträge zum Thema Kriminalität in Urlaubsländern oder Flugzeugkatastrophen sind nachvollziehbar kein Rahmen für die Schaltung von z.B. Werbebannern einer Fluggesellschaft bzw. eines Reiseveranstalters.

Mit SiteScreen verfügt ad pepper über ein **einzigartiges Produkt im Bereich des Markenschutzes**. Inhalte von redaktionellen Beiträgen werden nach Schlüsselbegriffen durchsucht und festgelegten Kategorien zugeordnet. Durch diese semantische Vorgehensweise gelingt es, Werbung im Umfeld von „schädlichen“ Inhalten auszuschließen und so den Schutz der Marke zu gewährleisten.

Fazit: Die oben genannten Punkte unterstreichen die einzigartige Marktstellung von ad pepper. Durch den technologischen Vorsprung kann sich ad pepper ganz klar im Wettbewerb differenzieren und sich hierdurch das zukünftige Wachstum sichern.

FINANZEN

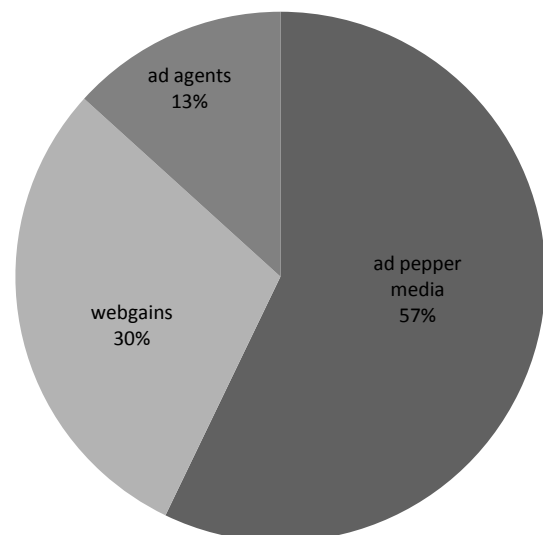
Jüngste Performance

Am 14. Juli hat ad pepper die vorläufigen Zahlen für das zweite Quartal des laufenden Geschäftsjahres 2010 vorgelegt.

Der Umsatz konnte um 12,4% auf 12,9 Mio. Euro (Vj. 11,5 Mio. Euro) gesteigert werden. Die wesentlichen Wachstumstreiber waren erneut die Segmente Webgains (Affiliate Marketing; +31%) und ad agents (SEO und SEM; + 20%). Ergebnisseitig setzte sich der positive Trend des ersten Quartals fort. Das EBITDA des Q2 war mit ca. 0,5 Mio. Euro deutlich positiv. Im ersten Halbjahr konnte ad pepper ein Periodenergebnis von über 1 Mio. Euro erzielen.

Weiterhin stärkstes Segment mit einem Umsatzanteil von 57% war ad pepper media. Das Segment Webgains machte gut 30% des Gesamtumsatzes aus. Mit 13% hat der Bereich ad agents eine vergleichsweise geringe Bedeutung (siehe folgende Grafik):

Umsatzaufteilung ad pepper im 1.HJ/2010 (Quelle: Unternehmen)



Guidance angehoben

Aufgrund der positiven Geschäftsentwicklung hat ad pepper die Guidance angehoben. Nunmehr geht das Unternehmen für das Gesamtjahr von einem EBITDA in Höhe von mindestens 1,5 Mio. Euro aus (EBITDA H1/2010: ca. 0,7 Mio.). Zuvor war lediglich der Break-even auf EBITDA-Ebene in Aussicht gestellt worden.

Einzigartige Marktstellung sichert zukünftiges Umsatzwachstum

Das Wachstumstempo des ersten Halbjahres (7,8% yoy) sollte ad pepper auf Jahressicht leicht ausbauen können. Für das Gesamtjahr 2010e gehen wir von einem Umsatzwachstum um 8,5% auf 50,9 Mio. Euro aus.

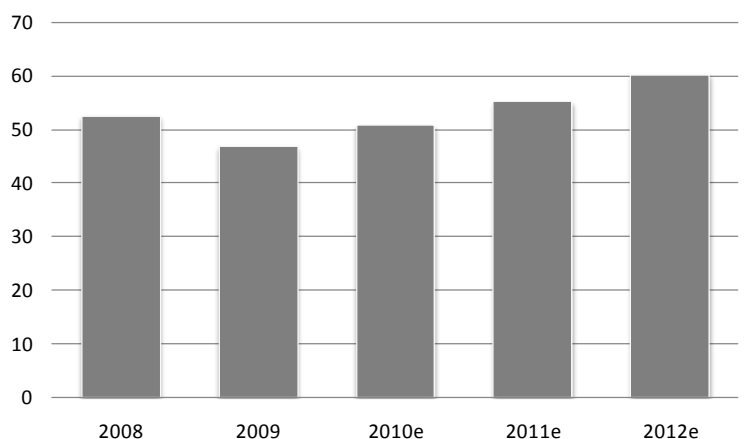
Die Fokussierung auf den Wachstumsmarkt der erfolgsabhängigen Werbung in Verbindung mit dem technologischen Vorsprung sollte es ad pepper ermöglichen, in den nächsten Jahren **stärker als der gesamte Online Werbemarkt zu wachsen**.

Die **spezifischen Wachstumstreiber** sind dabei:

- Die Wahrnehmung als leistungsstarker Partner durch die internationale Ausrichtung (wichtig für globale Marken/Unternehmen).
- Die Fokussierung auf den Wachstumsmarkt der performance-basierten Online-Werbung,
- in Verbindung mit einem hohen Wirkungsgrad bedingt durch den technologischen Vorsprung von ad pepper (führt zu steigenden Werbebudgets).
- Die einzigartige Marktstellung im Bereich „Brand Protection“ – die Bedeutung dieses Themas nimmt deutlich zu (speziell in den USA).
- Die Erschließung des spanischsprachigen Marktes mit über 300 Mio. Muttersprachlern (Spanien, Südamerika).

Sämtliche der genannten Punkte beinhalten für ad pepper erhebliches Wachstumspotential. Insbesondere der US-Amerikanische Markt weist eine **enorme Dynamik** auf (Umsatz im Juni bereits rund 500 Tsd. Euro, nach ca. 1,2 Mio. im Gesamtjahr 2009), deren Entwicklung aber aufgrund des Basiseffektes noch schwer einzuschätzen ist. Aus diesem Grund wird mit einer leicht über dem Marktwachstum (7,6% für Europa) liegenden durchschnittlichen Wachstumsrate bis 2012 von 8,8% gerechnet (siehe nachfolgende Grafik):

Entwicklung Umsatz - Angaben in Mio. Euro (Quellen: Unternehmen; Prognosen: Montega)



Das deutlichste Wachstum wird sich u.E. im Segment Webgains einstellen. Der Anteil am Gesamtumsatz dürfte in 2010 auf rund 31,1% steigen (nach 27,1% in 2009). Der Anteil von ad pepper media wird folglich auf rund 56,7% (Vj. 61,4%) zurückgehen. Auch das Segment ad agents wird u.E. weiter an Bedeutung gewinnen und in 2010 rund 12,2 % (Vj. 11,5%) des Gesamtumsatzes ausmachen.

Deutliche Reduzierung der Kostenbasis

Die **wichtigsten Kostenpositionen** bei ad pepper sind die Herstellungskosten, die Vertriebskosten sowie die Verwaltungskosten.

Die **Herstellkosten** bestehen überwiegend aus Aufwendungen für Werbeflächen im Internet sowie den Aufwendungen für die eingesetzte Servertechnologie inklusive des eingesetzten Personals. Die Vertriebskosten beinhalten die Aufwendungen, die im Zusammenhang mit der Kunden- bzw. Auftragsakquise stehen. Die Verwaltungskosten bestehen im Wesentlichen aus den Kosten der Holdingstruktur, Beratungs- und Prüfungskosten sowie der Vorstandsvergütung.

In den vergangenen Monaten hat das Unternehmen die **Kosten deutlich gesenkt**. Im Q2 lagen diese rund 18% unter dem Vergleichswert des Vorjahres. Insbesondere im Bereich der Vertriebs- und Verwaltungskosten konnten durch

die Schließung von Niederlassungen und der Verkleinerung des Vorstandes erhebliche Kosteneinsparungen realisiert werden.

Die **getätigten Kostensenkungen** haben sich im ersten Halbjahr 2010 bereits **positiv bemerkbar gemacht**. Trotz der Schließung der italienischen Niederlassung, die in 2010 zu einem Sonderaufwand von rund 0,9 Mio. Euro geführt hat, konnte ein positives EBIT in Höhe von 332 Tsd. Euro erzielt werden.

Die Kostensenkungsmaßnahmen sind größtenteils abgeschlossen. Das Ergebniswachstum der nächsten Quartale wird vor allem über eine Steigerung des Umsatzes in Verbindung mit einem überdurchschnittlich hohen Operating Leverage bedingt.

Operating Leverage führt zu überproportionalen Ergebnisanstieg

Die **gute Wettbewerbsqualität** des Unternehmens sollte in den nächsten Jahren in eine deutliche Steigerung der Ertragskraft umgewandelt werden. Das überproportionale Ertragswachstum bis 2012e ist im Wesentlichen ein Resultat der unterproportionalen Entwicklung der betrieblichen Aufwendungen bedingt durch...

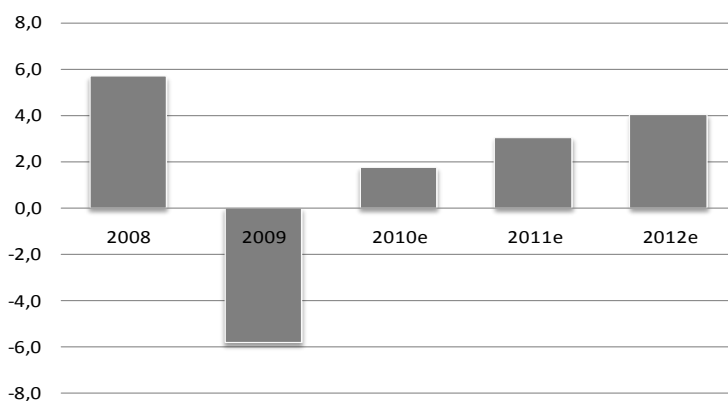
...die Fixkostendegression im Bereich der sonstigen betrieblichen Aufwendungen/Verwaltungskosten (sinken von 29,8% in 2009 auf 16,5% in 2012e)

...in Verbindung mit sinkenden Vertriebskosten (internationale Kampagnen, Cross-selling), die von 34,8% in 2009 auf 28% vom Umsatz in 2012e zurückgehen sollten...

...sowie dem Start von SiteScreen als Lizenzierungsmodell.

Wir gehen von einem Anstieg der EBITDA-Marge auf 6,7% in 2012e aus. Die erwartete Entwicklung des EBITDA ist der folgenden Grafik zu entnehmen:

Entwicklung EBITDA - Angaben in Mio. Euro (Quellen: Unternehmen; Prognosen: Montega)



Hervorragende Bilanzqualität

Mit Abstand **größter Posten auf der Aktivseite sind die liquiden Mittel** (inkl. Wertpapiere). Diese lagen per 30.06.2010 bei rund 21,85 Mio. Euro. Damit bestehen rund 67% der Aktiva aus liquiden Mitteln und Wertpapieren. Die Eigenkapitalquote der Gesellschaft lag per Ende Juni 2010 bei 70% (Ende 2009: 65%). Das Unternehmen weist keine nennenswerten Bankverbindlichkeiten auf.

Langfristige Verbindlichkeiten liegen nicht vor, die kurzfristigen Verbindlichkeiten (per Ende Q1) belaufen sich auf ca. 10 Mio. Euro. Sie bestehen überwiegend aus den Verbindlichkeiten aus Lieferung und Leistung (5,5 Mio. Euro) sowie den sonstigen Verbindlichkeiten (ca. 3,5 Mio. Euro; im Wesentlichen Boni- und Provisionsansprüchen sowie Zeitguthaben der Mitarbeiter).

BEWERTUNG

Sowohl das DCF-Modell wie auch der Peer-Group-Vergleich indizieren eine Unterbewertung der ad pepper-Aktie.

DCF-MODELL

Das DCF-Modell unter der Annahme eines Beta von 1,4, einem risikolosen Zins von 3,0%, einem WACC von 9,90% und einer ewigen Wachstumsrate von 3% signalisiert einen fairen Wert von 2,65 EUR.

DCF-Modell

DCF Modell								
Angaben in Mio. EUR EUR	2010e	2011e	2012e	2013e	2014e	2015e	2016e	Terminal Value
Umsatz	50,9	55,3	60,4	65,9	71,0	76,3	80,9	83,3
Veränderung	8,5%	8,7%	9,2%	9,0%	7,8%	7,5%	6,0%	3,0%
EBIT	1,0	2,3	3,2	4,1	4,6	5,3	5,7	5,0
EBIT-Marge	1,9%	4,1%	5,3%	6,2%	6,5%	7,0%	7,0%	6,00%
NOPAT	0,8	1,8	2,6	3,3	3,7	4,3	4,5	4,0
Steuerquote	20,0%	20,0%	20,0%	20,0%	20,0%	20,0%	20,0%	20,0%
Abschreibungen	0,8	0,8	0,8	0,8	0,9	0,8	0,7	0,7
in % vom Umsatz	1,5%	1,4%	1,4%	1,3%	1,2%	1,0%	0,9%	0,9%
Liquiditätsveränderung								
- Working Capital	-0,9	0,5	-0,3	-0,1	0,0	0,0	0,0	0,0
- Investitionen	-0,6	-0,7	-0,8	-0,8	-0,7	-0,8	-0,8	-0,8
Investitionsquote	1,2%	1,3%	1,3%	1,2%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%
Übriges	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Free Cash Flow (WACC-Modell)	0,0	2,4	2,3	3,3	3,8	4,2	4,4	3,9
WACC	9,9%	9,9%	9,9%	9,9%	9,9%	9,9%	9,9%	9,9%
Present Value	0,0	2,1	1,8	2,4	2,5	2,5	2,4	28,0
Kumuliert	0,0	2,1	4,0	6,3	8,8	11,4	13,8	41,8
Wertermittlung (Mio. EUR)								
Total present value (Tpv)	41,8							
Terminal Value	28,0							
Anteil vom Tpv-Wert	67%							
Verbindlichkeiten	3,5							
Liquide Mittel*	21,9							
Eigenkapitalwert	60,2							
Umsatzwachstumsraten und Margenerwartungen								
Kurzfristige Umsatzwachstumsannahmen	2010-2013		9,0%					
Mittelfristige Umsatzwachstumsannahmen	2010-2015		8,4%					
Langfristige Umsatzwachstumsannahmen	ab 2017		3,0%					
Kurzfristige durchschnittliche EBIT-Marge	2010-2013		4,4%					
Mittelfristige durchschnittliche EBIT-Marge	2010-2015		5,2%					
Langfristige EBIT-Marge			6,0%					
Sensitivität Wert je Aktie (EUR) ewiges Wachstum								
WACC	2,25%	2,75%	3,00%	3,25%	3,75%			
10,40%	2,30	2,36	2,39	2,42	2,50			
10,15%	2,40	2,47	2,51	2,55	2,64			
9,90%	2,52	2,61	2,65	2,70	2,81			
9,65%	2,66	2,76	2,81	2,87	3,01			
9,40%	2,82	2,94	3,00	3,08	3,24			
Sensitivität Wert je Aktie (EUR) EBIT-Marge ab 2017e								
WACC	5,50%	5,75%	6,00%	6,25%	6,50%			
10,40%	2,46	2,50	2,55	2,60	2,64			
10,15%	2,57	2,62	2,67	2,72	2,77			
9,90%	2,70	2,76	2,81	2,87	2,92			
9,65%	2,77	2,83	2,89	2,95	3,01			
9,40%	2,85	2,91	2,98	3,04	3,10			
Quelle: Montega								

Peer Group-Vergleich

Die in der Peer-Group berücksichtigten Unternehmen erzielen ihre Umsätze wie ad pepper überwiegend im Bereich Online-Marketing. Die Peers sind bezogen auf die Unternehmensgröße und -struktur mit ad pepper vergleichbar.

Sedo Holding AG

Sedo Holding AG (ehem. AdLINK Group) ist ein führender europäischer Anbieter von performance-basierten Marketinglösungen im Internet. Über die Marken Affilinet und Sedo erreicht die Gesellschaft insgesamt über 100 Mio. Unique User weltweit. Die Sedo Holding ist mit ihren Tochtergesellschaften in fünf europäischen Ländern und in den USA vertreten.

Tomorrow Focus AG

Die Tomorrow Focus AG zählt zu den führenden Medienanbietern von Internet- und Printprodukten in Deutschland. Darüber hinaus vermarktet Tomorrow Focus Zielgruppen mit hohen Reichweiten sowie crossmediale Plattformen an Kooperationspartner.

TradeDoubler AB

TradeDoubler ist ein Anbieter für Online-Marketing und Vertriebslösungen. Das Unternehmen wurde im November 1999 von Felix Hagnö und Martin Lorentzon in Stockholm gegründet und erzielte im abgelaufenen Geschäftsjahr 2009 einen Umsatz in Höhe von rund 317 Mio. Euro. TradeDoubler verfügt über 18 Niederlassungen und beschäftigt heute rund 650 Mitarbeiter.

Peer-Group-Vergleich ad pepper media (Quelle: Capital IQ)

Peer-Group ad pepper media International N.V.						
Unternehmen	KUV			KGV		
	2009	2010e	2011e	2009	2010e	2011e
Sedo Holding AG	0,53	0,56	0,51	4,75	17,19	11,31
Tomorrow Focus AG	1,78	1,46	1,27	58,46	29,49	17,01
TradeDoubler AB	7,41	0,42	0,39	neg.	16,56	11,52
Average	3,24	0,81	0,72	31,61	21,08	13,28
ad pepper media International N.V.	0,75	0,69	0,64	neg.	21,00	15,27
Potenzial	332%	18%	14%	nm	0%	-13%

Enterprise Value Analyse							
Unternehmen	EV (Mio. LW)	EV / Umsatz			EV / EBITDA		
		2009	2010e	2011e	2009	2010e	2011e
Sedo Holding AG	68,7	0,51	0,54	0,50	10,00	6,21	5,06
Tomorrow Focus AG	192,1	1,99	1,63	1,42	23,82	12,24	9,45
TradeDoubler AB	1067,5	6,51	0,37	0,34	23,59	8,60	6,38
Average		3,00	0,85	0,75	19,14	9,02	6,97
ad pepper media Int	16,6	0,35	0,33	0,30	neg.	9,47	5,46
Potenzial		748%	159%	150%	nm	-5%	28%

Quellen: Montega, Capital IQ

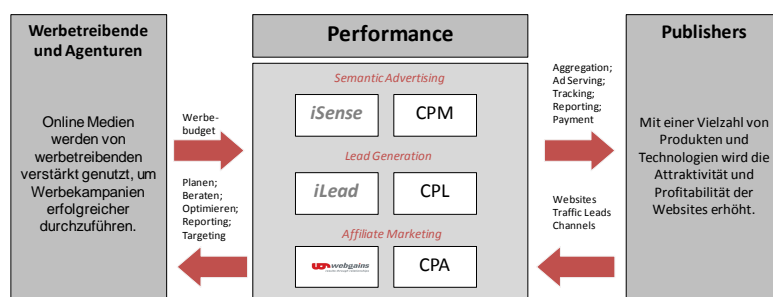
Fazit

Das DCF-Modell signalisiert einen fairen Wert von 2,65 Euro je Aktie. Der Peer-Group-Vergleich zeigt ebenfalls eine Unterbewertung auf. Diese liegt auf Basis des EV/EBITDA bei „lediglich“ 28% (2011e). Allerdings wird vom Peer-Group-Vergleich der für die nächsten Jahre erwartete, überproportionale Anstieg des Ergebnisses von ad pepper (erfolgreiche Restrukturierung, operating leverage) nicht ausreichend berücksichtigt. Aus diesem Grund orientieren wir uns beim Kursziel am fairen Wert, der sich aus dem DCF-Modell ableitet. Das Kursziel beträgt folglich 2,65 Euro. Damit bietet die Aktie auf dem aktuellen Kursniveau (1,68 Euro) ein Upside-Potential von rund 58%.

UNTERNEHMENSHINTERGRUND

ad pepper media ist einer der führenden, unabhängigen Online-Werbevermarkter mit internationaler Ausrichtung (Kunden aus mehr als 50 Ländern). Das Unternehmen beschäftigt 242 Mitarbeiter und verfügt über 16 Niederlassungen in acht 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 pepper media)



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 relevanzbasiert 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, 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 potentiell 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 2004 gegründet und hat sich zu einem der führenden internationalen Affiliate-Netzwerke entwickelt. Bereits heute sind mehr als 2.100 Werbetreibende (Merchants) und nahezu 33.600 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.

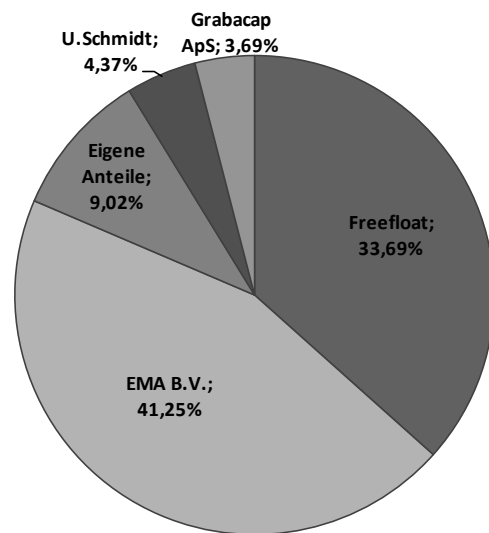
Michael Alexander Carton verfügt über eine zwölfjährige Berufserfahrung in den Bereichen Direkt Marketing und Business/Product Development. 1999 kam Herr Carton als Gründungsgesellschafter zu ad pepper media und war seitdem als Managing Director, Director Western Europe und Head of Product Development 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 9,02% eigene Aktien.

Drittgrößter Aktionär ist der Gründungsgesellschafter und derzeitige Vorstandsvorsitzende Ulrich Schmidt. Er hält 4,37% der Anteile. Die dem Aufsichtsratsmitglied Jan Andersen zuzurechnende Grabacap ApS besitzt 3,69% der Anteilsscheine. 33,69% der Aktien befinden sich in Streubesitz (Free Float).

Aktionärsstruktur (Stand: 25.07.2010; Quelle: Unternehmen)



ANHANG

G&V (in Mio. EUR) ad pepper	2008	2009	2010e	2011e	2012e
Umsatzerlöse	52,6	46,9	50,9	55,3	60,4
Herstellkosten	30,1	25,9	27,5	29,8	32,4
Vertriebskosten	16,8	16,3	15,3	16,0	16,9
Sonstige betriebliche Aufwendungen	15,0	14,0	8,9	9,3	10,0
Sonstige betriebliche Erträge	13,3	1,2	1,9	2,1	2,1
EBITDA	5,7	-5,8	1,8	3,0	4,0
Abschreibungen auf Sachanlagen	0,5	0,4	0,2	0,2	0,2
EBITA	5,2	-9,4	1,6	2,9	3,8
Amortisation immaterielle Vermögensgegenstände	2,7	1,7	0,6	0,6	0,6
Impairment Charges und Amortisation Goodwill	0,0	20,8	0,0	0,0	0,0
EBIT	2,5	-32,0	1,0	2,3	3,2
Zinsertrag	1,3	1,6	1,5	0,8	1,0
Zinsaufwendungen	0,0	0,3	0,2	0,2	0,2
Finanzergebnis	1,3	-1,8	1,2	0,6	0,7
Ergebnis der gewöhnlichen Geschäftstätigkeit	3,7	-33,8	2,2	2,8	3,9
Außerordentliches Ergebnis	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
EBT	3,7	-33,8	2,2	2,8	3,9
EE-Steuern	1,1	0,6	0,4	0,0	0,8
Jahresüberschuss nach Anteilen Dritter	2,6	-34,3	1,8	2,3	3,1

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

G&V (in % vom Umsatz) ad pepper	2008	2009	2010e	2011e	2012e
Umsatzerlöse	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%
Herstellkosten	57,2%	55,3%	54,1%	53,9%	53,7%
Vertriebskosten	31,9%	34,8%	30,1%	29,0%	28,0%
Sonstige betriebliche Aufwendungen	28,6%	29,8%	17,5%	16,8%	16,5%
Sonstige betriebliche Erträge	25,2%	2,6%	3,6%	3,8%	3,5%
EBITDA	10,8%	-12,4%	3,5%	5,5%	6,7%
Abschreibungen auf Sachanlagen	0,9%	1,0%	0,3%	0,3%	0,4%
EBITA	9,8%	-20,1%	3,1%	5,2%	6,3%
Amortisation immaterielle Vermögensgegenstände	5,1%	3,7%	1,2%	1,1%	1,0%
Impairment Charges und Amortisation Goodwill	0,0%	44,3%	0,0%	0,0%	0,0%
EBIT	4,7%	-68,1%	1,9%	4,1%	5,3%
Zinsertrag	2,4%	3,4%	2,8%	1,4%	1,6%
Zinsaufwendungen	0,0%	0,6%	0,5%	0,4%	0,4%
Finanzergebnis	2,4%	-3,9%	2,4%	1,0%	1,2%
Ergebnis der gewöhnlichen Geschäftstätigkeit	7,1%	-72,0%	4,3%	5,1%	6,5%
Außerordentliches Ergebnis	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
EBT	7,1%	-72,0%	4,3%	5,1%	6,5%
EE-Steuern	2,1%	1,2%	0,9%	0,0%	1,3%
Jahresüberschuss nach Anteilen Dritter	5,0%	-73,2%	3,5%	4,1%	5,2%

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

Bilanz (in Mio. EUR) ad pepper	2008	2009	2010e	2011e	2012e
AKTIVA					
Immaterielle Vermögensgegenstände	26,1	0,8	0,6	0,5	0,5
Sachanlagen	0,8	0,6	0,6	0,6	0,6
Finanzanlagen	8,4	8,4	8,4	8,4	8,4
Anlagevermögen	35,3	9,8	9,7	9,6	9,5
Forderungen und sonstige Vermögensgegenstände	11,5	7,0	7,6	8,8	8,9
Liquide Mittel	19,2	15,2	17,4	21,7	26,6
Umlaufvermögen	31,8	23,0	25,5	31,4	35,8
Bilanzsumme	67,1	32,8	35,1	41,0	45,3
PASSIVA					
Eigenkapital	55,6	21,2	23,7	29,0	32,2
Anteile Dritter	0,1	0,1	0,2	0,2	0,2
Rückstellungen	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Zinstragende Verbindlichkeiten	2,7	4,1	4,1	3,8	4,1
Sonstige Verbindlichkeiten	8,7	7,4	7,2	8,0	8,9
Verbindlichkeiten	11,4	11,5	11,3	11,8	12,9
Bilanzsumme	67,1	32,8	35,1	41,0	45,3

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

Bilanz (in % der Bilanzsumme) ad pepper	2008	2009	2010e	2011e	2012e
AKTIVA					
Immaterielle Vermögensgegenstände	38,9%	2,6%	1,8%	1,3%	1,1%
Sachanlagen	1,2%	1,7%	1,8%	1,6%	1,4%
Finanzanlagen	12,5%	25,7%	23,9%	20,5%	18,6%
Anlagevermögen	52,6%	29,9%	27,5%	23,4%	21,0%
Forderungen und sonstige Vermögensgegenstände	17,1%	21,3%	21,6%	21,4%	19,6%
Liquide Mittel	28,6%	46,4%	49,6%	52,9%	58,6%
Umlaufvermögen	47,4%	70,1%	72,5%	76,6%	79,0%
Bilanzsumme	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%
PASSIVA					
Eigenkapital	82,8%	64,7%	67,3%	70,7%	71,1%
Anteile Dritter	0,2%	0,3%	0,5%	0,4%	0,4%
Rückstellungen	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Zinstragende Verbindlichkeiten	4,1%	12,4%	11,6%	9,3%	9,0%
Sonstige Verbindlichkeiten	13,0%	22,5%	20,6%	19,6%	19,5%
Verbindlichkeiten	17,0%	35,0%	32,2%	28,8%	28,5%
Bilanzsumme	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%

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

Kapitalflussrechnung (in Mio. EUR) ad pepper	2008	2009	2010e	2011e	2012e
Jahresüberschuss/ -fehlbetrag	2,6	-34,3	1,8	2,3	3,1
Abschreibung Anlagevermögen	3,2	2,2	0,8	0,8	0,8
Amortisation Goodwill	0,0	20,8	0,0	0,0	0,0
Amortisation immaterielle Vermögensgegenstände	2,7	1,7	0,6	0,6	0,6
Veränderung langfristige Rückstellungen	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Sonstige zahlungsunwirksame Erträge/Aufwendungen	2,2	29,6	0,0	0,0	0,0
Cash Flow	10,8	20,0	3,1	3,6	4,6
Veränderung Vorräte	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Veränderung Forderungen aus L+L	1,1	2,4	-0,6	-0,6	-0,7
Veränderung Verb. aus L+L + erh. Anzahlungen	-0,1	-0,8	-1,0	0,6	-0,3
Veränderung sonstige Working Capital Posten	0,5	0,5	0,0	0,0	0,0
Veränderung Working Capital	-8,7	2,8	-1,5	-0,1	-1,0
Cash Flow aus operativer Tätigkeit	-0,7	0,3	1,6	3,6	3,6
CAPEX	-1,2	-0,5	-0,6	-0,7	-0,8
Zugänge aus Akquisitionen	9,0	0,4	0,0	0,0	0,0
Finanzanlageninvestitionen	-12,9	9,0	0,0	0,0	0,0
Erlöse aus Anlageabgängen	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Cash Flow aus Investitionstätigkeit	-5,0	8,9	-0,6	-0,7	-0,8
Dividendenzahlung	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Veränderung Finanzverbindlichkeiten	0,0	0,0	0,0	-0,3	0,3
Erwerb eigener Aktien	-0,5	-1,7	-0,5	0,0	0,0
Kapitalmaßnahmen	0,0	0,2	0,0	0,0	0,0
Sonstiges	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1
Cash Flow aus Finanzierungstätigkeit	-0,4	-1,4	-0,4	-0,2	0,3
Effekte aus Wechselkursänderungen	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Veränderung liquide Mittel	-6,1	7,7	0,6	2,7	3,2
Endbestand liquide Mittel	5,8	13,5	14,1	16,7	19,9

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

Kennzahlen ad pepper	2008	2009	2010e	2011e	2012e
Operative Effizienz					
Operativer Aufwand / Umsatz (%)	63,3%	115,4%	47,6%	45,8%	44,5%
EBIT-Rendite (%)	4,7%	-68,1%	1,9%	4,1%	5,3%
ROA (%)	7,4%	-349,6%	18,2%	23,6%	33,0%
Kapitaleffizienz					
Umschlag des eingesetzten Kapitals	0,9	1,8	1,8	1,7	1,7
Kapitalverzinsung					
ROCE (%)	4,2%	-76,2%	3,7%	7,4%	9,2%
EBITDA / Durchschn. Capital Employed (%)	9,7%	-13,9%	6,6%	10,0%	11,6%
ROE (%)	4,7%	-161,6%	7,4%	7,8%	9,8%
ROIC (%)	4,4%	-134,9%	6,3%	6,9%	8,6%
Solvenz					
Nettoverschuldung zum Jahresende	-16.444	-11.141	-13.341	-17.924	-22.507
Net Gearing (%)	-29,6%	-52,5%	-56,4%	-61,7%	-69,8%
Zinstragende Verbindlichkeiten / Eigenkapital (%)	4,9%	19,2%	17,2%	13,1%	12,6%
Current Ratio	2,8	2,0	2,3	2,7	2,8
Acid Test Ratio	2,8	2,0	2,3	2,7	2,8
EBITDA / Zinsaufwand	472,3	0,0	7,3	13,2	18,7
Zinsdeckung	206,2	0,0	4,1	9,9	14,9
Kapitalfluss					
Free Cash Flow (Mio. EUR)	-1.876	-237	989	2.871	2.872
Free Cash Flow / Umsatz (%)	-3,6%	-0,5%	1,9%	5,2%	4,8%
Adj. Free Cash Flow (Mio. EUR)	5.429	-5.990	1.563	2.314	3.861
Adj. Free Cash Flow / Umsatz (%)	10,3%	-12,8%	3,1%	4,2%	6,4%
Free Cash Flow / Jahresüberschuss (%)	-71,9%	0,7%	56,3%	126,4%	91,2%
Zinsertrag / durchschn. liquide Mittel (%)	6,6%	9,3%	8,9%	4,1%	3,9%
Zinsaufwand / durchschn. zinstragende Verbindl. (%)	0,4%	8,1%	5,9%	5,8%	5,5%
Dividend Payout Ratio (%)	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Mittelverwendung					
Sachanlageinvestitionen / Umsatz (%)	-26,7%	18,0%	-1,2%	-1,3%	-1,3%
Erhaltungsinvestitionen / Umsatz (%)	6,1%	49,0%	1,5%	1,4%	1,4%
Capex / Abschreibungen (%)	-238,1%	34,2%	-44,2%	-52,5%	-52,8%
Durchschn. Working Capital / Umsatz (%)	5,6%	2,9%	0,5%	0,8%	0,5%
Verbindlichkeiten LuL / Forderungen LuL (%)	140,3%	96,5%	111,1%	102,0%	106,4%
Inventory processing period (Tage)	n.m.	0,0	0,0	0,0	0,0

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

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:

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

Erklärung gemäß § 34b WpHG und FinAnV über zusätzliche Angaben:

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 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 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 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