

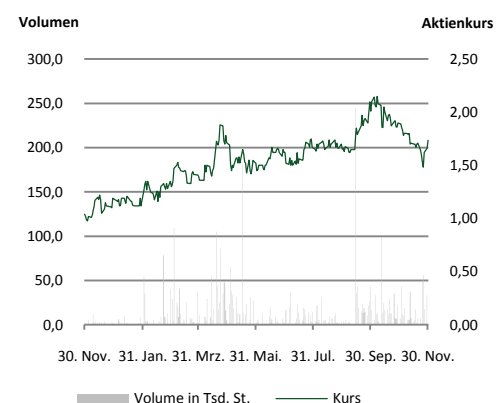
Empfehlung:	Kaufen
Kursziel:	2,70 Euro
Kurspotenzial:	+60 Prozent

Aktiendaten

Kurs (Schlusskurs Vortag)	1,69 Euro (Xetra)
Aktienanzahl (in Mio.)	23,0
Marktkap. (in Mio. Euro)	39,0
Enterprise Value (in Mio. Euro)	23,0
Ticker	APM
ISIN	NL0000238145

Kurzprofil

ad pepper media International N.V. gehört zu den weltweit führenden Online-Werbevermarktern.

**Kursperformance**

52 Wochen-Hoch (in Euro)	2,20
52 Wochen-Tief (in Euro)	0,98
1 Monat	-11,1%
3 Monate	2,4%

Aktionärsstruktur

Streubesitz	42,39%
EMA B.V.	41,25%
Eigene Aktien	8,91%
U. Schmidt	4,37%
Grabacap ApS	3,08%

Analyst

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

Termine

Jahresabschluss 2010	11. April 2011
Q1/2011	17. Mai 2011

Publikation

Update	30. November 2010
--------	-------------------

Hohe Nettoliquidität, werthaltige Beteiligungen, niedrige Bewertung – Aktie kaufen!

ad pepper ist einer der weltweit führenden Online-Werbevermarkter. Mit 16 Niederlassungen in acht europäischen Ländern und den USA bietet das Unternehmen Media-Agenturen, Werbetreibenden und Websites individuelle Lösungen in den Bereichen Display-, Performance-, eMail-Marketing und Ad Serving an.

Deutliche Markterholung in 2010

Der **zyklische Werbemarkt** hat sich von seinem Einbruch in 2009 zuletzt wieder **deutlich erholt**, die Zurückhaltung der werbetreibenden Industrie im Online-Sektor ist nicht mehr spürbar. Für 2010 rechnet der OVK (Online-Vermarkterkreis im BVDW) mit einem Wachstum für den klassischen Onlinewerbemarkt von 23% (Deutschland).

Als reiner Online-Werbevermarkter wird ad pepper u.E. von den verbesserten Marktbedingungen profitieren. Im Segment Webgains (100%ige-Beteiligung; gehört zu den größten Affiliate-Netzwerken in Europa) konnte zuletzt ein **beeindruckendes Wachstum von yoy 27%** erzielt werden. Der Trend zur erfolgsabhängigen Werbung in Verbindung mit dem technologischen Vorsprung im Bereich „semantisches Advertising“ dürfte es ad pepper auch in den nächsten Quartalen ermöglichen, am starken Wachstum des Online Werbemarktes zu partizipieren.

Das **verbesserte Marktumfeld** sowie die erfolgreiche Restrukturierung des Unternehmens (Kostenbasis deutlich reduziert) dürften dazu führen, dass ad pepper die operative Marge in den nächsten Jahren von aktuell 1,9% auf über 5% in 2012e steigern wird.

Newsflow positiv

Zuletzt haben **Insiderverkäufe** den Kursverlauf belastet. Die Aktie hat den Markt in der Folge deutlich underperformt. Operativ ist dies u.E. nicht begründet. Das Unternehmen hat starke Q3-Zahlen vorgelegt, Q4 ist wegen des „Weihnachtseffektes“ (Dezember ist der wichtigste Monat für den eCommerce-Markt) traditionell stark. Der Newsflow sollte folglich positiv bleiben.

ad pepper verfügt über eine Cash-Position von rund 23 Mio. Euro bzw. 1 Euro je Aktie. Das operative Geschäft wird aktuell lediglich mit rund 0,69 Euro bewertet (Kurs: 1,69 Euro). Vor dem Hintergrund des technologischen Vorsprungs (es gibt weltweit kein anderes Unternehmen, das semantisches Advertising in 5 Sprachen anbietet) ist dieses **Bewertungsniveau nicht nachvollziehbar**. Wir bekräftigen daher unsere Kaufempfehlung. Das Kursziel sehen wir nach wie vor bei 2,70 Euro.

	2008	2009	2010e	2011e	2012e
Kennzahlen je Aktie in EUR, andere Angaben in Mio. EUR, Kurs: 1,69					
Umsatz	52,6	46,9	50,9	55,3	60,4
EBITDA	5,7	-5,8	1,8	3,0	4,0
<i>EBITDA-Marge</i>	<i>10,8%</i>	<i>-12,4%</i>	<i>3,5%</i>	<i>5,5%</i>	<i>6,7%</i>
EBIT	2,5	-32,0	1,0	2,3	3,2
<i>EBIT-Marge</i>	<i>4,7%</i>	<i>-68,1%</i>	<i>1,9%</i>	<i>4,1%</i>	<i>5,3%</i>
Nettoergebnis	2,6	-34,3	2,7	2,3	3,1
<i>Nettoergebnis-Marge</i>	<i>5,0%</i>	<i>-73,2%</i>	<i>5,4%</i>	<i>4,1%</i>	<i>5,2%</i>
Ergebnis je Aktie	0,12	-1,49	0,13	0,11	0,15
EPS nach Minorities	0,11	-1,52	0,11	0,09	0,13
Dividende je Aktie	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
<i>Dividendenrendite</i>	<i>0,0%</i>	<i>0,0%</i>	<i>0,0%</i>	<i>0,0%</i>	<i>0,0%</i>
EV/Umsatz	0,4	0,5	0,4	0,4	0,4
EV/EBITDA	4,0	n.m.	13,0	7,5	5,7
EV/EBIT	9,2	n.m.	23,1	10,1	7,1
KGV	14,08	n.m.	13,0	15,4	11,3
ROCE	4,2%	-76,2%	3,5%	7,0%	9,1%

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

INHALTSVERZEICHNIS

Investment Case	3
Thema „Brand-Protection“ gewinnt an Bedeutung	3
Q3-Zahlen von Sondereffekten geprägt	4
Betrachtung der einzelnen Segmente	4
Dynamische Umsatzentwicklung erwartet	5
Erfolge des Restrukturierungsprogramms sichtbar	6
Newsflow	8
Bewertung	9
Hervorragende Bilanzqualität	9
Zahlreiche werthaltige Beteiligungen	9
DCF-Modell signalisiert deutliche Unterbewertung	10
Anhang	12
Disclaimer	15

INVESTMENT CASE

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.

Der Erfolg von Werbung im Internet ist messbar. Für die Werbetreibenden ist die sogenannte Conversion Rate - also der Erfolg durch 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 eine **revolutionäre semantische (patenterte) Technologie**, die es Werbetreibenden und Seitenbetreibern ermöglicht, Werbung im exakt passenden Werbeumfeld zielgruppengerecht zu platzieren.

iSense analysiert den Content einer Website und ordnet ihn einer von 3.500 Kategorien zu (inkl. Ober- und Unterkategorien wie Sport – Motorsport - Formel 1). Hierdurch gelingt es dem Unternehmen, den Wirkungsgrad von Werbung zu steigern (liegt laut ad pepper bei 97%), da die Relevanz der Werbeeinblendungen (5% für die Besucher von Websites bei Online-Werbung) signifikant erhöht wird. Die Folge sind überdurchschnittliche Werte bei der Click-Through-Rate. 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 aber sind 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.

Weitere Stärken:

- Verfügbar in mehreren Sprachen: ad pepper ist weltweit das einzige Unternehmen, das semantisches bisher 5 Sprachen anbietet.
- Investitionen in semantisches Targeting bisher rund 8-9 Mio. Euro sowie mehr als 7 Jahre Enzwicklungszeit- Hohe Markteintrittsbarriere!
- Eigener Ad Server: Abläufe (Einbindung Werbung, Blocken von schädlicher Werbung) sowie Reporting-Funktionen (gewinnen zunehmend an Bedeutung) werden erleichtert. ad pepper ist der einzige Online-Werbevermarkter, der über einen konzerneigenen Ad-Server mit nennenswerten Marktanteilen verfügt (gehört zu den vier größten Ad Servern weltweit).

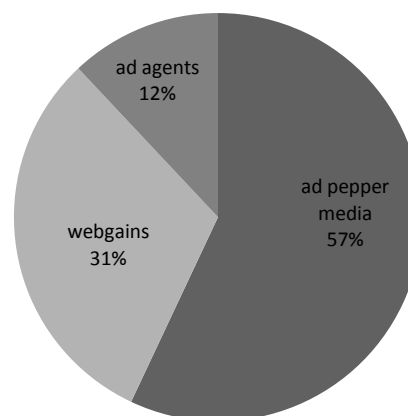
Fazit: Die oben genannten Punkte unterstreichen die einzigartige Marktstellung von ad pepper. Durch den technologischen Vorsprung kann sich das Unternehmen ganz klar im Wettbewerb differenzieren und sich hierdurch das zukünftige Wachstum sichern.

Q3-Zahlen von Sondereffekten geprägt

Am 10. November hat ad pepper die Zahlen für das dritte Quartal des laufenden Geschäftsjahres 2010 vorgelegt.

Der Umsatz konnte um 7,2% auf 12,26 Mio. Euro (Vj. 11,44 Mio. Euro) gesteigert werden. Weiterhin stärkstes Segment mit einem Umsatzanteil von 57% war ad pepper media. Das Segment Webgains machte ca. 31% des Gesamtumsatzes aus. Mit 12% hat der Bereich ad agents noch eine vergleichsweise geringe Bedeutung (siehe folgende Grafik):

Umsatzverteilung 9M/2010 (Quelle: ad pepper)



Die wesentlichen Wachstumstreiber in den ersten neun Monaten waren erneut die Segmente Webgains (Affiliate Marketing; +27%) und **ad agents** (SEO und SEM; + 21%). Im Kernsegment ad pepper media wurde kein Wachstum verzeichnet, der Umsatz sank im Vorjahresvergleich um rund 4%. Ergebnisseitig setzte sich der positive Trend der ersten beiden Quartale fort, das deutliche Plus auf Netto-Ebene (Nettoergebnis 9M/2010: 2,53 Mio. Euro) ist dabei allerdings auf zwei Sondereffekte (Kündigung/Hochschreibung Darlehen) zurückzuführen. Die **Liquidität** konnte als Folge der positiven Ergebnisentwicklung **weiter gesteigert** werden. Sie betrug per Ende September 2010 rund 23,0 Mio. Euro.

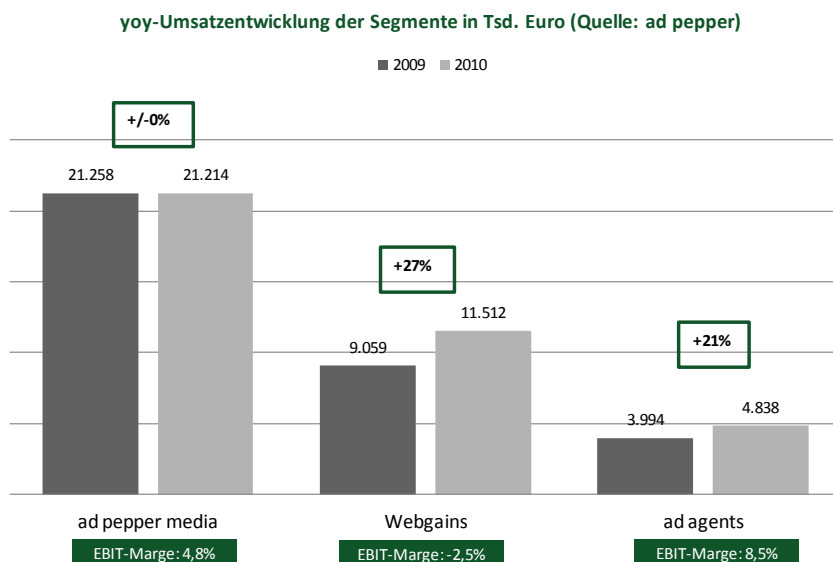
Betrachtung der einzelnen Segmente

Die Entwicklung der einzelnen Segmente war sehr unterschiedlich. **ad pepper media** konnte in den ersten neun Monaten im Vorjahresvergleich kein Wachstum erzielen. Dennoch hat das Segment mit einer EBIT-Marge von rund 4,8% zum positiven Ergebnisverlauf beigetragen

Webgains wuchs in den ersten neun Monaten dynamisch. Im Vorjahresvergleich konnte der Umsatz um 27% gesteigert werden. Bedingt durch den internationalen Rollout dieses „Produktes“ (USA und Spanien) lag die EBIT-Marge mit -2,5% noch im negativen Bereich. Mittelfristig sollten hier allerdings bei weiter steigenden Umsätzen Margen von 6-7% möglich sein.

Im dritten und kleinsten Segment **ad agents** konnte in den ersten neun Monaten ebenfalls ein deutliches Wachstum von rund 21% erzielt werden. Das Margenniveau ist hier bereits sehr hoch (8,5%), dürfte mittelfristig allerdings auf über 10% anwachsen.

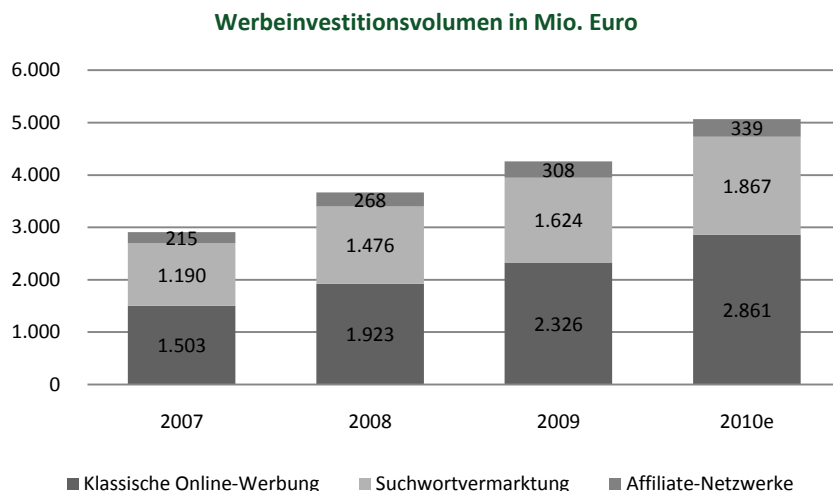
Die nachfolgende Grafik zeigt die yoy-9M-Umsatzentwicklung, sowie die aktuelle Margensituation:



Dynamische Umsatzentwicklung erwartet

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.

Der Werbemarkt hat sich zuletzt wieder zunehmend robust gezeigt. Im Online-Bereich haben die Auslastung der Seiten sowie die erzielten TKPs (Tausend-Kontakt-Preis) wieder zugelegt. Für 2010 rechnet der OVK (Online-Vermarkterkreis im BVDW) mit einem Wachstum für den klassischen Onlinewerbemarkt von 23% (für Deutschland). Die folgende Grafik zeigt die erwartete Entwicklung (Quelle: OVK):



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.

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

Erfolge des Restrukturierungsprogramms sichtbar

Die Betriebsaufwendungen setzen sich im Wesentlichen aus den Herstellkosten (55% vom Umsatz), den Vertriebskosten (31%) sowie den Allgemeinen Verwaltungskosten (17%) zusammen.

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 Aufwendungen für die verwendete Servertechnologie inklusive des eingesetzten Personals. Die Vertriebskosten beinhalten 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 seine **Gesamtkosten deutlich gesenkt**. In Q3 lagen diese rund 22% unter dem Vergleichswert des Vorjahres (12,9 Mio. Euro in Q3/2010 vs. 16,4 Mio. Euro in Q3/2009). Insbesondere im Bereich der Vertriebs- und Verwaltungskosten (-1,2 Mio. Euro) konnten durch die Schließung von Niederlassungen und der Verkleinerung des Vorstandes erhebliche Kosteneinsparungen realisiert werden.

Die folgende Tabelle zeigt das Ergebnis der Kostensenkungsmaßnahmen bezogen auf die Personaldecke des Unternehmens. Im Bereich Administration konnte die Anzahl der Mitarbeiter von 35 auf 24 per Ende Q3/2010 reduziert werden:

Bereiche	Anzahl	Anzahl
	Mitarbeiter per Ende Q3/2010	Mitarbeiter per Ende Q3/2009
ad pepper media	143	142
Webgains	61	55
ad agents	20	14
Admin	24	35

Quelle: ad pepper media

Die **getätigten Kostensenkungen** haben sich in den ersten neun Monaten 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 ca. 1 Mio. Euro erzielt werden.

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

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...

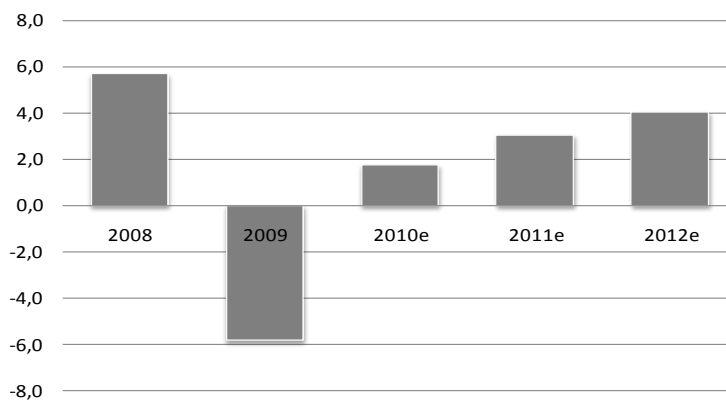
...die Fixkostendegression im Bereich der sonstigen betrieblichen Aufwendungen/Verwaltungskosten (sinken von 29,8% in 2009 auf 16,5% in 2012e)

...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)



Newsflow

Zuletzt hat sich der Aktienkurs gegen den allgemeinen Markttrend negativ entwickelt. Seit ihrem Hoch im Oktober (2,20 Euro) hat die Aktie rund 27% an Wert verloren. Der Grund für den Kursverfall ist sicherlich auch in den zahlreichen Insiderverkäufe zu sehen. Ungeachtet dieses temporären Einflusses war der Newsflow zuletzt äußerst positiv:

- Nach einem schwachen Gj. 2009 hat ad pepper in 2010 den Break-even erreicht.
- Trotz der schwächeren Entwicklung im Kerngeschäft ad pepper media konnte durch die dynamische Entwicklung in den Segmenten Webgains und ad agents ein Wachstum von rund 8% erzielt werden.
- Die Restrukturierungsmaßnahmen waren erfolgreich, das Ergebnis fiel in der Folge deutlich positiv aus (EBIT 9M/2010: 0,5 Mio. Euro)
- Als Folge des positiven Geschäftsverlaufs wurde die Guidance angehoben (aktuell: EBITDA 2010 mindestens 1,5 Mio. Euro).
- Sondereffekte (teils cashwirksam) haben das Nettoergebnis (9M/2010: 2,53 Mio. Euro) positiv beeinflusst.
- Die liquiden Mittel stiegen per Ende Q3/2010 auf 23 Mio. Euro bzw. 1 Euro je Aktie.

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 spanischsprachige 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%.

Q4 dürfte umsatzseitig erneut stark ausfallen: Das Unternehmen wächst dynamisch auf dem USA-Markt (insbesondere wegen SiteScreen/Thema Brand Protection) und profitiert vom Umsatztreiber „Weihnachtsgeschäft“. Die Lage auf dem europäischen Werbemarkt hellt sich zunehmend auf, die Konjunkturaussichten und das Sentiment für den Bereich Werbewirtschaft haben sich weiter verbessert.

Bewertung










Bei der Bewertung orientieren wir uns an einem DCF-Modell, das einen fairen Wert von 2,70 Euro ergibt. Allerdings sollten in diesem Zusammenhang auch die Bilanzsituation sowie die „stillen Reserven“ in Form von Unternehmensbeteiligungen betrachtet werden.

Hervorragende Bilanzqualität

Mit Abstand größter Posten auf der Aktivseite sind die liquiden Mittel (inkl. Wertpapiere). Diese lagen per 30.09.2010 bei rund 23,0 Mio. Euro. Damit bestehen rund 64% der Aktiva aus liquiden Mitteln und Wertpapieren. Die Eigenkapitalquote der Gesellschaft lag per Ende September 2010 bei 75% (Ende 2009: 65%).

Zahlreiche werthaltige Beteiligungen

ad pepper hält zahlreiche Beteiligungen, die Teils auf den Buchwert abgeschrieben worden sind. Der Wert der Beteiligung ist dabei mit Sicherheit größer, als aktuell in der Bilanz ausgewiesen. Sollten diese veräußert werden, resultiert hieraus ein erhebliches Hochschreibungspotenzial. In der Vergangenheit hat ad pepper mehrfach unter Beweis gestellt, dass teils erhebliche Veräußerungsgewinne erzielt werden können und die Verkäufe wie im Fall von Falk (Ad Server) adäquat ersetzt werden konnten. Die folgende Tabelle zeigt eine Übersicht über die ad pepper-Beteiligungen sowie realisierte Verkäufe (Quelle ad pepper):

Unternehmen	Datum Kauf	Investment (%)	Aktivitäten	Datum Verkauf	Erlöse
 FALK	Okt 2002	EUR 1,2 Mio. (25,1%)	Ad serving service providing	März 2008	EUR 7,8 Mio.
 jMarc	Jan 2005	EUR 3,4 Mio. (ca. 8%)	Broadcasting services	2007/2008	EUR 22,1 Mio.
 globase	Jan 2006	EUR 0,25 Mio. (100%)	CRM		
 webgains <small>results through relationships</small>	May 2006	EUR 4,1 Mio. (100%)	Affiliate network		
 emediate <small>AD SERVING SOLUTIONS</small>	Jan 2007	EUR 4,8 Mio. (100%)	Ad serving		
 ad_agents	April 2007	EUR 0,25 Mio. (100%)	SEA/SEM		
 SocialTize	Nov 2008	EUR 0,2 Mio. (10%)	Social Media Solutions		
 bat	2009/10	USD 3,75 Mio. (ca. 4,5%)	Endorsement		
 VIDEOVALIS	Aug 2010	EUR 0,2 Mio. (19,9%)	Video Advertising		

Neben den strategischen (Kern-)Investments webgains, emediate und ad agents sollte vor allem ein Blick auf bat und globase geworfen werden:

brand affinity technologies (bat)

In den Q3-Zahlen hat ad pepper einen Sonderertrag aus der Hochschreibung eines Darlehens verbucht (war komplett abgeschrieben), das an die 4,5%-Beteiligung bat vergeben wurde. Der Grund war eine Kapitalerhöhung, die laut IFRS zu einer Hochschreibung der abgeschrieben Darlehenssumme geführt hat. Die Kapitalerhöhung wurde auf einem Bewertungsniveau von 90 Mio. USD durchgeführt. Allein hieraus würde sich ein Wert der ad pepper-Beteiligung von über 4 Mio. USD ergeben.

globase

Der weltweite Markt für Ad Server teilt sich auf wenige Anbieter auf (z.B. doubleclick, adtech, globase). Der Grund sind die hohen Entwicklungsaufwendungen sowie die Switching-Kosten. Der Wechsel des Anbieters ist mit erheblichen Einschränkungen bei der Ausgabe von Kampagnen verbunden, Agenturen müssten bei allen durch sie vermarkteten Websites neue Tags einbinden. ad pepper hat durch den Betrieb eines eigenen Ad Servers einen klaren Wettbewerbsvorteil gegenüber Media-Agenturen, die auf die Dienste von doubleclick, adtech und Co. zugreifen müssen. Insbesondere im Bereich semantisches Advertising ist das Zusammenspiel von Technologie und Ad Server von großer Bedeutung, um für die Kunden den größtmöglichen Werbeerfolg zu erzielen.

DCF-Modell signalisiert deutliche Unterbewertung

Der derzeitige Aktienkurs spiegelt die Qualität des Unternehmens, das attraktive Marktumfeld und die sich hieraus ableitenden zukünftigen Wachstumsaussichten nicht ausreichend wider. Das DCF-Modell signalisiert ein deutliches **Upside-Potenzial** (rund 60%). Die Aktie wird auf Basis des aus einem DCF-Modell abgeleiteten fairen Wertes von 2,70 Euro zum Kauf empfohlen.

(DCF-Modell auf der nächsten Seite)

DCF Modell

Angaben in Mio. 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
<i>Veränderung</i>	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
<i>EBIT-Marge</i>	1,9%	4,1%	5,3%	6,2%	6,5%	7,0%	7,0%	6,00%
NOPAT	0,9	1,8	2,6	3,3	3,7	4,3	4,5	4,0
Abschreibungen	0,8	0,8	0,8	0,8	0,8	0,8	0,7	0,7
<i>in % vom Umsatz</i>	1,5%	1,4%	1,4%	1,3%	1,2%	1,0%	0,9%	0,9%
Liquiditätsveränderung								
- Working Capital	-1,2	-0,2	0,4	-0,1	0,2	-0,1	-0,1	-0,1
- Investitionen	-0,6	-0,7	-0,8	-0,8	-0,7	-0,7	-0,8	-0,8
<i>Investitionsquote</i>	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)	-0,1	1,6	3,0	3,3	4,0	4,2	4,3	3,8
WACC	9,9%	9,9%	9,9%	9,9%	9,9%	9,9%	9,9%	9,9%
Present Value	-0,1	1,5	2,5	2,5	2,8	2,6	2,5	28,5
Kumuliert	-0,1	1,4	3,9	6,3	9,1	11,7	14,1	42,6

Wertermittlung (Mio. EUR)

Total present value (Tpv)	42,6
Terminal Value	28,5
Anteil vom Tpv-Wert	67%
Verbindlichkeiten	3,5
Liquide Mittel	23,0
Eigenkapitalwert	62,1

Aktionen

Aktienzahl (Mio.)	23,00
Wert je Aktie (EUR)	2,70
+Upside / -Downside	60%
Aktienkurs (EUR)	1,69

Modellparameter

Fremdkapitalquote	30,00%
Fremdkapitalzins	8,0%
Marktrendite	9,00%
risikofreie Rendite	3,00%
Beta	1,40
WACC	9,90%
ewiges Wachstum	3,00%

Quelle: Montega

Annahmen: Umsatzwachstumsraten und Margenerwartungen

Kurzfristiges Umsatzwachstum	2010-2013	9,0%
Mittelfristiges Umsatzwachstum	2010-2015	8,4%
Langfristiges Umsatzwachstum	ab 2017	3,0%
EBIT-Marge (CAGR)	2010-2013	4,4%
EBIT-Marge (CAGR)	2010-2015	5,2%
Langfristige EBIT-Marge	ab 2017	6,0%

Sensitivität Wert je Aktie (EUR)

	ewiges Wachstum				
WACC	2,25%	2,75%	3,00%	3,25%	3,75%
10,40%	2,37	2,43	2,46	2,49	2,56
10,15%	2,47	2,53	2,57	2,61	2,70
9,90%	2,58	2,66	2,70	2,75	2,85
9,65%	2,71	2,80	2,85	2,91	3,03
9,40%	2,85	2,96	3,03	3,10	3,25

Sensitivität Wert je Aktie (EUR)

	EBIT-Marge ab 2017e				
WACC	5,50%	5,75%	6,00%	6,25%	6,50%
10,40%	2,37	2,41	2,46	2,50	2,55
10,15%	2,47	2,52	2,57	2,62	2,67
9,90%	2,59	2,65	2,70	2,75	2,81
9,65%	2,66	2,72	2,77	2,83	2,89
9,40%	2,73	2,79	2,85	2,91	2,97

ANHANG

G&V (in Mio. EUR) ad pepper media International N.V.	2008	2009	2010e	2011e	2012e
Umsatz	52,6	46,9	50,9	55,3	60,4
Umsatzkosten	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	0,7	0,0	0,0
EBT	3,7	-33,8	2,9	2,8	3,9
EE-Steuern	1,1	0,6	0,2	0,6	0,8
Jahresüberschuss nach Anteilen Dritter	2,6	-34,3	2,4	1,9	2,8

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

G&V (in % vom Umsatz) ad pepper media International N.V.	2008	2009	2010e	2011e	2012e
Umsatzerlöse	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%
Umsatzkosten	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%	1,4%	0,0%	0,0%
EBT	7,1%	-72,0%	5,7%	5,1%	6,5%
EE-Steuern	2,1%	1,2%	0,3%	1,0%	1,3%
Jahresüberschuss nach Anteilen Dritter	5,0%	-73,2%	4,7%	3,5%	4,6%

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

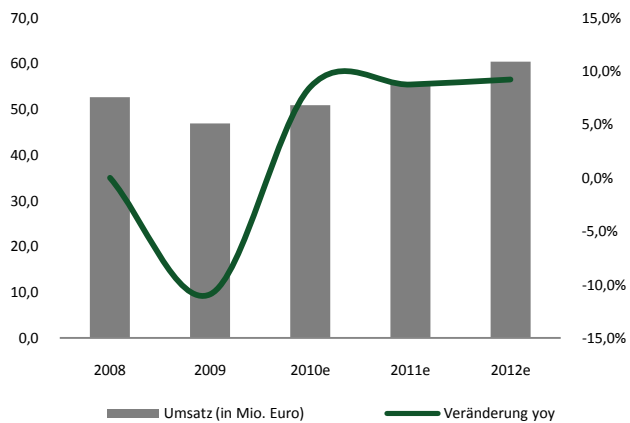
Bilanz (in Mio. EUR) ad pepper media International N.V.	2008	2009	2010e	2011e	2012e
AKTIVA					
Immaterielle Vermögensgegenstände	26,1	0,8	0,6	0,5	0,5
Sachanlagen	0,8	0,6	0,6	0,6	0,6
Finanzanlagen	8,4	8,4	13,3	13,5	14,0
Anlagevermögen	35,3	9,8	14,6	14,7	15,1
Forderungen und sonstige Vermögensgegenstände	11,5	7,0	7,3	7,7	8,0
Liquide Mittel	19,2	15,2	15,4	17,3	20,8
Umlaufvermögen	31,8	23,0	23,1	25,8	29,5
Bilanzsumme	67,1	32,8	37,7	40,5	44,6
PASSIVA					
Eigenkapital	55,6	21,2	27,9	30,6	34,0
Anteile Dritter	0,1	0,1	0,3	0,3	0,3
Rückstellungen	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Zinstragende Verbindlichkeiten	2,7	4,1	2,9	2,8	2,7
Sonstige Verbindlichkeiten	8,7	7,4	6,6	6,9	7,6
Verbindlichkeiten	11,4	11,5	9,6	9,7	10,3
Bilanzsumme	67,1	32,8	37,7	40,5	44,6

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

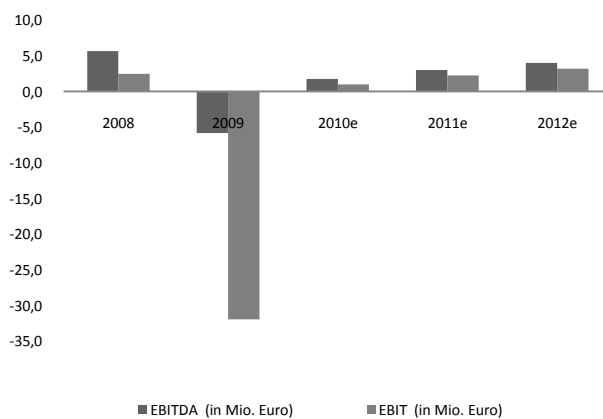
Bilanz (in % der Bilanzsumme) ad pepper media International N.V.	2008	2009	2010e	2011e	2012e
AKTIVA					
Immaterielle Vermögensgegenstände	38,9%	2,6%	1,7%	1,3%	1,1%
Sachanlagen	1,2%	1,7%	1,7%	1,6%	1,4%
Finanzanlagen	12,5%	25,7%	35,3%	33,3%	31,4%
Anlagevermögen	52,6%	29,9%	38,6%	36,3%	33,9%
Forderungen und sonstige Vermögensgegenstände	17,1%	21,3%	19,4%	19,1%	18,0%
Liquide Mittel	28,6%	46,4%	40,7%	42,7%	46,6%
Umlaufvermögen	47,4%	70,1%	61,4%	63,7%	66,1%
Bilanzsumme	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%
PASSIVA					
Eigenkapital	82,8%	64,7%	73,9%	75,5%	76,2%
Anteile Dritter	0,2%	0,3%	0,7%	0,6%	0,6%
Rückstellungen	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Zinstragende Verbindlichkeiten	4,1%	12,4%	7,8%	6,9%	6,1%
Sonstige Verbindlichkeiten	13,0%	22,5%	17,6%	17,0%	17,1%
Verbindlichkeiten	17,0%	35,0%	25,4%	23,9%	23,2%
Bilanzsumme	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%

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

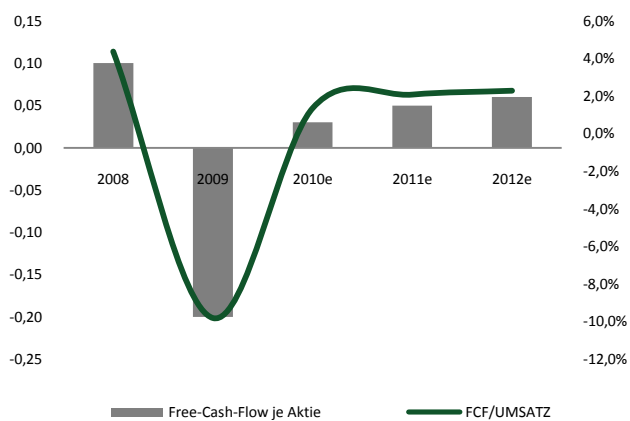
Umsatzentwicklung



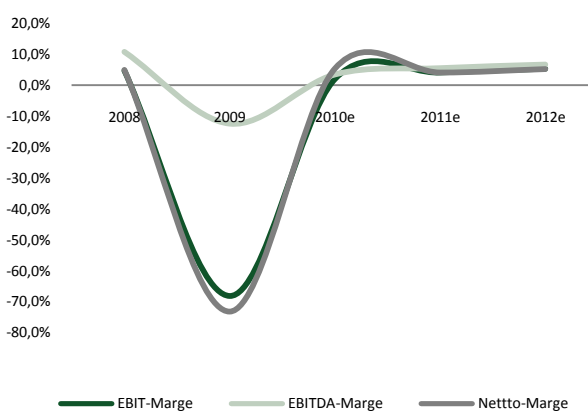
Ergebnisentwicklung



Free-Cash-Flow Entwicklung



Margenentwicklung



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: 30.11.2010):

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: 30.11.2010):

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

Kurs- und Empfehlungs- Historie / Tabellarisch

Empfehlung	Datum	Kursziel	Potenzial
Ersteinschätzung	02.08.2010	2,45	58%
Kaufen	12.08.2010	2,45	57%
Kaufen	15.10.2010	2,70	32%
Kaufen	30.11.2010	2,70	60%
