AD PEPPER MEDIA INT. N.V.

montega

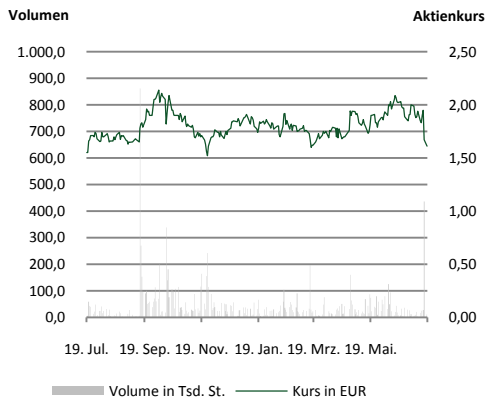
Empfehlung:	**Kaufen**
Kursziel:	**2,30 Euro**
Kurspotenzial:	**43 Prozent**

Aktiendaten

Kurs (Schlusskurs Vortag)	1,61 Euro (Xetra)
Aktienanzahl (in Mio.)	23,0
Marktkap. (in Mio. Euro)	37,0
Enterprise Value (in Mio. Euro)	20,0
Ticker	APM
ISIN	NL0000238145

Kurzprofil

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



Source: Capital IQ

Kursperformance

52 Wochen-Hoch (in Euro)	2,20
52 Wochen-Tief (in Euro)	1,45
1 Monat	-20,7%
3 Monate	-3,4%

Aktionärsstruktur

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

Analyst

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

Termine

Bericht Q2 2011	09. August 2011
Bericht Q3 2011	09. November 2011

Publikation

Unternehmensstudie	19. Juli 2011

Aktienkurs spiegelt Ertragspotenzial und Wert der Beteiligungen nicht wider

ad pepper media ist einer der führenden, unabhängigen Online-Werbevermarkter mit internationaler Ausrichtung und Kunden aus mehr als 50 Ländern. Das Unternehmen beschäftigt insgesamt 267 Mitarbeiter an acht Standorten in Europa und den USA.

Hohe Wettbewerbsqualität und erhebliche Markteintrittsbarrieren: Der Markt für Online-Werbevermarkter ist stark fragmentiert und hoch kompetitiv. Dennoch gibt es **entscheidende Differenzierungskriterien.** Hierzu zählen:

1) Die internationalen Ausrichtung der ad pepper-Gruppe in Verbindung mit der regionalen Präsenz,

2) ein großer Erfahrungsschatz dank des Track Records von mehr als 10 Jahren im Bereich Online-Werbung sowie

3) ein umfassendes Dienstleistungsportfolio aus Affiliate-Marketing, Social-Marketing, Display/Banner Werbung, SEO und SEM sowie Direkt-Marketing.

Die hohe Wettbewerbsqualität ist darüber hinaus **auch eine Folge der großen Technologiekompetenz der ad pepper-Gruppe:** Die Produkte iSense (Semantisches Advertising) und SiteScreen (Brand Protection) sind einzigartig. Mit ihnen grenzt sich das Unternehmen klar vom Wettbewerb ab. iSense ist das Ergebnis von zehn Jahren Forschungs- und Entwicklungsarbeit eines Teams aus 50 Linguisten, Enzyklopäden und Ad Serving-Spezialisten. Die Gesamtinvestitionen summieren sich auf über 10 Mio. Euro. Die Technologie ist weltweit patentiert.

ad pepper sollte das positive Marktumfeld sowie die exzellente Wettbewerbsposition nutzen können, um den Umsatz in den nächsten Jahren weiter zu steigern. Das Wachstum sollte dabei mit einem deutlichen Ergebnisanstieg einhergehen. Dieser wird aufgrund der derzeitigen Expansionsstrategie (insbesondere internationaler Rollout von webgains) sowie dem kostenintensiven Aufbau einer Demand-Side-Plattform in den USA jedoch erst ab 2012e zum Tragen kommen (siehe hierzu Abschnitt Finanzen).

Attraktive Bewertung: Auf Grundlage eines DCF-Modells lässt sich ein fairer Wert von 2,30 Euro ableiten. Der Peergroup-Vergleich stützt das Ergebnis und führt ebenfalls zu einer Unterbewertung der ad pepper-Aktie. Ein zusätzlicher Trigger könnten Beteiligungsverkäufe sein. Der Wert des „Beteiligungsportfolios“ liegt unseren Berechnungen zufolge bei rund 53 Mio. Euro. Der EV hingegen beträgt lediglich 20 Mio. Euro. Ein **Verkauf einer oder mehrerer Beteiligungen**, die teilweise nicht strategisch sind, könnte die **Unterbewertung für den Kapitalmarkt offenlegen** und zu einem deutlichen Kursanstieg der ad pepper-Aktie führen. Wir bekräftigen unsere Kaufempfehlung bei einem aktualisierten Kursziel von 2,30 Euro.

	2009	2010	2011e	2012e	2013e
Kennzahlen je Aktie in EUR, andere Angaben in Mio. EUR, Kurs: 1,61					
Umsatz	**46,9**	**51,7**	**56,1**	**60,6**	**65,0**
EBITDA	**-5,8**	**1,7**	**-0,8**	**2,5**	**4,1**
EBITDA-Marge	*-12,4%*	*3,3%*	*-1,5%*	*4,2%*	*6,2%*
EBIT	**-32,0**	**1,0**	**-1,4**	**2,0**	**3,5**
EBIT-Marge	*-68,1%*	*2,0%*	*-2,5%*	*3,3%*	*5,4%*
Nettoergebnis	**-34,3**	**2,5**	**-0,7**	**2,5**	**3,9**
Nettoergebnis-Marge	*-73,2%*	*4,8%*	*-1,3%*	*4,1%*	*6,0%*
Ergebnis je Aktie	**-1,61**	**0,11**	**-0,03**	**0,12**	**0,18**
EPS nach Minorities	**-1,52**	**0,11**	**-0,05**	**0,10**	**0,16**
Dividende je Aktie	**0,00**	**0,05**	**0,00**	**0,05**	**0,07**
Dividendenrendite	*0,0%*	*3,1%*	*0,0%*	*3,1%*	*4,3%*
EV/Umsatz	**0,42**	**0,39**	**0,36**	**0,33**	**0,31**
EV/EBITDA	**n.m.**	**11,6**	**n.m.**	**7,9**	**4,9**
EV/EBIT	**n.m.**	**19,8**	**n.m.**	**10,0**	**5,6**
KGV	**n.m.**	**14,64**	**n.m.**	**13,4**	**8,9**
ROCE	**-76,2%**	**3,7%**	**-4,9%**	**6,8%**	**10,9%**

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

INHALTSVERZEICHNIS

Investment Case	**3**
Technologiekompetenz schafft erhebliche Markteintrittsbarrieren	3
Attraktiver Wachstumsmarkt	4
Wachstum hält an	5
Erhebliche Skaleneffekte	5
Newsflow fällt gemischt aus	6
Beteiligungen beinhalten erhebliches Potenzial	6
Aktie deutlich unterbewertet	7
Timing und Sentiment	**8**
Zukünftiger Newsflow positiv	8
Moderate Bewertung – günstige Einstiegsgelegenheit	8
SWOT	**9**
Stärken durch technologischen Vorsprung	9
Kaum Schwächen vorhanden	9
Eine Vielzahl von Chancen	9
Risiken eindeutig kalkulierbar	9
Markt und Wettbewerb	**10**
Entwicklung der Absatzmärkte	11
M&A-Aktivitäten im Media-Bereich gewinnen an Fahrt	12
Zukünftige Entwicklung des Online-Werbemarktes	13
Wettbewerbsqualität	**14**
Großer Erfahrungsschatz – attraktive Kundenstruktur	14
Hohe Technologiekompetenz	14
Thema „Brand-Protection“ gewinnt an Bedeutung	15
Internationale Ausrichtung	15
Umfassendes Dienstleistungsportfolio	15
Große Finanzkraft	15
Finanzen	**16**
Jüngste Performance	16
Ausblick auf das Geschäftsjahr 2011	16
ad agents und webgains als Wachstumstreiber	17
Entwicklung der wichtigsten Kostenpositionen	18
Solide Bilanz mit erheblichen stillen Reserven	19
Bewertung	**20**
DCF-Modell	20
Peergroup-Vergleich	22
Bewertung des Beteiligungsportfolios	23
Unternehmenshintergrund	**27**
Segmentbetrachtung	27
Management	28
Aktionärsstruktur	29
Anhang	**30**
Disclaimer	**35**

INVESTMENT CASE

ad pepper media ist einer der **führenden, unabhängigen Online-Werbevermarkter mit internationaler Ausrichtung.** Das Unternehmen beschäftigt aktuell 267 Mitarbeiter an 16 Niederlassungen in acht europäischen Ländern und den USA.

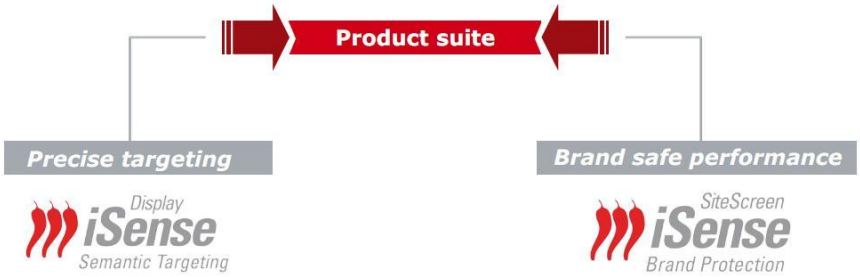
Seinen Kunden **aus 50 Ländern weltweit** bietet ad pepper individuelle und effiziente Lösungen, die nahezu die gesamte Palette der Online-Werbung abdecken:

- Display-Marketing
- Affiliate Marketing
- Performance-Marketing
- Social-Network-Marketing
- SEO und SEM
- Ad Server-Dienstleistung
- Direktmarketing (E-Mail-Marketing)

Technologiekompetenz schafft erhebliche Markteintrittsbarrieren

Neben der internationalen Ausrichtung und einem umfassendem Leistungsportfolio schafft ad pepper vor allem durch seine innovativen Technologien erhebliche Markteintrittsbarrieren:

Die Produkte **iSense (Semantisches Advertising)** und **SiteScreen (Brand Protection)** sind im Markt einzigartig. Sie stehen für die hohe Technologiekompetenz des Unternehmens, mit der es sich auf einem hoch-kompetitiven Markt vom Wettbewerb abgrenzen kann.

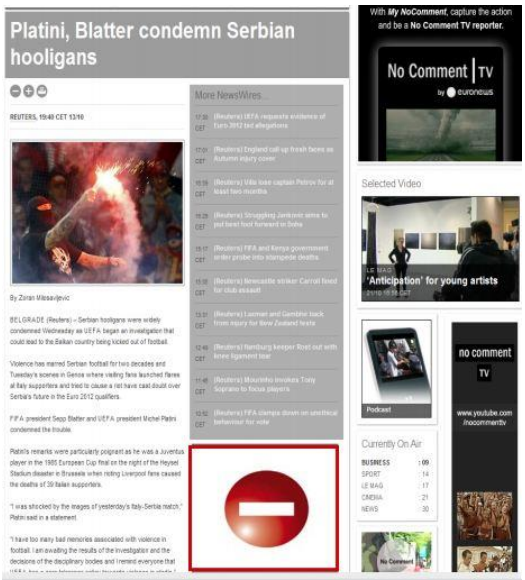


Die iSense-Technologie
Mit iSense verfügt ad pepper über eine **revolutionäre semantische und patentierte Technologie**, die es Werbetreibenden und Seitenbetreibern ermöglicht, Werbung im exakt passenden Werbeumfeld zielgruppengerecht zu platzieren. Die Technologie verhilft den Ad Servern von ad pepper zu nahezu menschlichem Verständnis des Sinnzusammenhangs einzelner Webseiten. iSense erfasst die semantische Beziehung zwischen Wörtern und dem Kontext, in dem sie auftauchen.

Für den Kunden resultiert hieraus ein spürbarer Mehrwert. Die Relevanz von Werbeeinblendungen nimmt zu, die Conversion-Rate - also der Erfolg der Werbung - steigt.

Zudem schafft ad pepper in einem wettbewerbsintensiven, stark fragmentierten Markt durch seinen technologiebasierten Ansatz erhebliche Markteintrittsbarrieren:

- iSense ist das Ergebnis von zehn Jahren Forschungs- und Entwicklungsarbeit eines Teams aus 50 Linguisten, Enzyklopäden und Ad Serving-Spezialisten
- Die Gesamtinvestitionen summieren sich auf über 10 Mio. Euro
- Die Technologie ist weltweit patentiert



SiteScreen

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 identifiziert unerwünschte Inhalte und verhindert so, 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. Erwachsene, Alkohol, Schlechte News, Waffen, etc.). Auf Grundlage dieser Kategorien werden den entsprechenden Websites spezifische SiteScreen Profile zugeordnet.

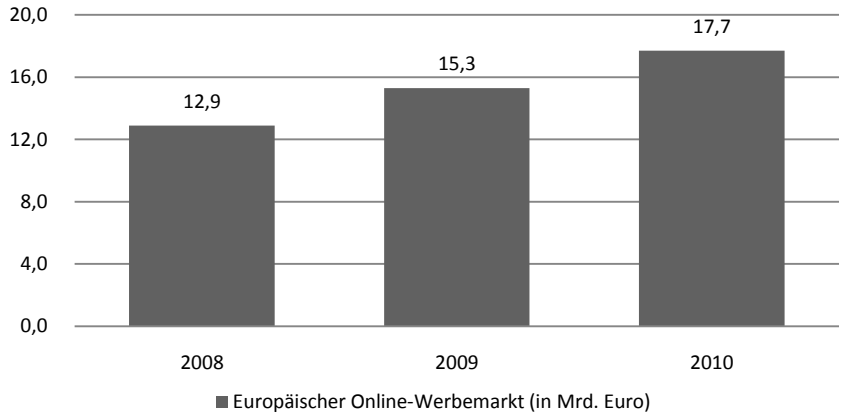
Für die Kunden ist ad pepper ein **attraktiver Partner bei der Platzierung von (internationalen) Werbekampagnen**. Im Einzelnen zeichnet sich die Gruppe aus durch:

- Langjährige Erfahrung im Bereich Online-Marketing sowie…
- …die internationale Ausrichtung, die es ermöglicht, Kampagnen global zu platzieren.
- Eine hohe Technologiekompetenz, die sich von der eigenen Servertechnik bis hin zum eigenen Affiliate-Netzwerk erstreckt.
- Zudem verfügt ad pepper über ein umfassendes Dienstleistungsportfolio, steht den Kunden somit in allen Fragen des Online-Marketings als Ansprechpartner zur Verfügung.

Attraktiver Wachstumsmarkt

ad pepper bewegt sich auf einem attraktiven Wachstumsmarkt. Der Bereich Online-Werbung wächst seit Jahren zweistellig. Die Bedeutung am Werbemix nimmt kontinuierlich zu. Europaweit wuchs der Online-Werbemarkt in 2010 um 15,7% auf 17,7 Mrd. Euro. Die folgende Grafik zeigt die Entwicklung der letzten Jahre:

Entwicklung europäischer Online-Werbemarkt

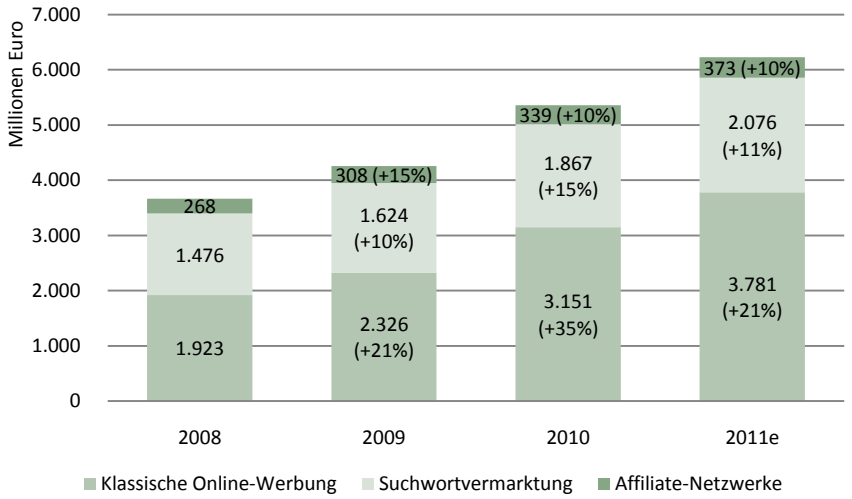


Quelle: IAB Europe Ad Ex Survey

Bedingt durch die guten wirtschaftlichen Rahmenbedingungen konnte der Werbemarkt in Deutschland überproportional um 26% zulegen. Am stärksten wuchs der Bereich Display

Advertising (+35%). Die folgende Grafik zeigt die Entwicklung der einzelnen Segmente:

Entwicklung deutscher Online-Werbemarkt



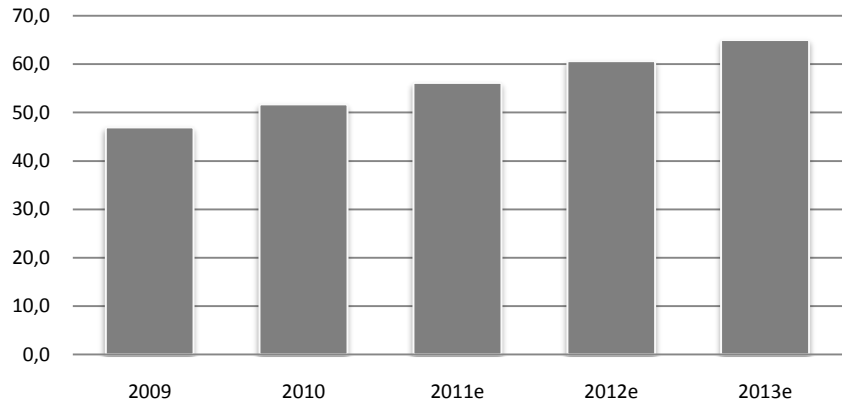
Quelle: OVK Online-Report 2011/01

Wachstum hält an

Bedingt durch das attraktive Marktumfeld und die hohe Wettbewerbsqualität gelang es ad pepper in den vergangenen Jahren, den Umsatz deutlich zu steigern. Dabei profitierte der spezialisierte Online-Vermarkter vom Trend zu performance-basierter Werbung. Die hohe Technologiekompetenz zusammen mit der internationalen Ausrichtung sollten es ad pepper ermöglichen, das Wachstum auch in den nächsten Jahren fortsetzen zu können. Die folgende Grafik zeigt die erwartete Entwicklung:

Umsatzentwicklung

(Angaben in Mio. Euro; Quellen: Unternehmen, Prognosen: Montega)



Erhebliche Skaleneffekte

Dabei sollte das Umsatzwachstum mit einer weiteren Steigerung des Ergebnisses einhergehen. Die Rohertragsmarge konnte in den letzten Jahren deutlich gesteigert werden (von 42,8% in 2008 auf 45,3% in 2010). Der überproportionale Ergebnisanstieg ist dabei aber auch eine Folge:

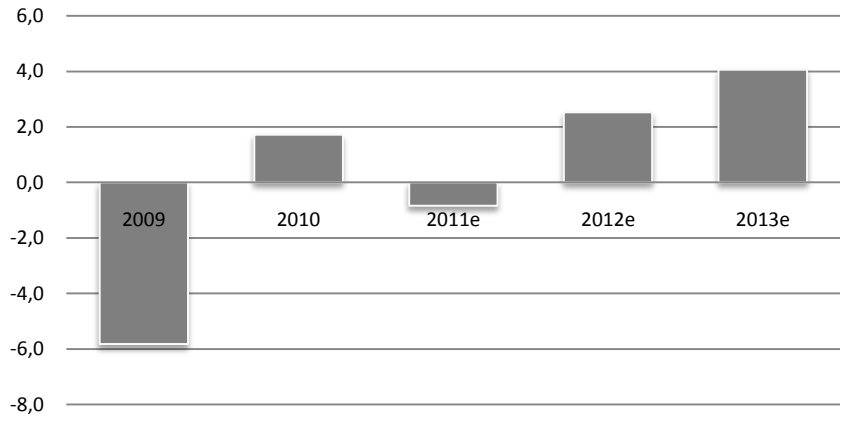
- Der Fixkostendegression sowie
- einer zunehmenden Bedeutung von Plattformmodellen bei der Werbevermarktung (deutlich weniger personalintensiv).

2011 ist als Übergangsjahr zu sehen. Das Unternehmen hat die internationale Expansion vorangetrieben sowie eine proprietäre Real Time Bidding und Data Plattform aufgebaut. Dies hat das Ergebnis belastet (EBIT in H1/2011 betrug ca. -2,3 Mio. Euro).

In den kommenden Jahren rechnen wir jedoch wieder mit einem deutlichen Anstieg des operativen Ergebnisses. Die folgende Grafik zeigt die erwartete Entwicklung:

EBITDA-Entwicklung

(Angaben in Mio. Euro, Quellen: Unternehmen, Prognosen: Montega)



Newsflow fällt gemischt aus

Im abgelaufenen Geschäftsjahr hat ad pepper mit einem operativen Ergebnis in Höhe von rund 1,0 Mio. Euro den Turnaround vollzogen. Q1/2011 (EBIT: -1,1 Mio. Euro) und Q2/2011 (EBIT -1,0 Mio. Euro) konnten jedoch nicht an die positive Entwicklung anknüpfen. Die Gründe hierfür sind:

- Die deutliche Erhöhung der Mitarbeiterzahl im Technologiebereich (+15 MA in Q1/2011; entspricht ca. 700 Tsd. Euro zusätzliche Personalkosten in H1/2011),
- Rückstellungen für künftige Urlaubsansprüche (EBIT-Belastung ca. 300 Tsd. Euro; werden im Laufe des Jahres wieder aufgelöst)
- Abschreibungen auf „Bad Debt“ (EBIT-Belastung ca. 200 Tsd. Euro)
- Sowie Maßnahmen zur Kostensenkung (EBIT-Belastung ca. 200 Tsd. Euro)

In den nächsten Quartalen sollte ad pepper die gute Entwicklung aus 2010 aber fortsetzen können. Wir erwarten:

- Ein weiteres Wachstum der Topline sowie eine deutliche Verbesserung der Ergebnissituation.
- Eine weitere Zunahme der M&A-Aktivitäten: Das gute Marktumfeld sollte es ad pepper ermöglichen, einen attraktiven Exit bei einer seiner nicht-strategischen Beteiligungen (z.B. globase, SocialTyze, BAT) zu realisieren.

Beteiligungen beinhalten erhebliches Potenzial

Einen wesentlichen Bewertungsfaktor stellen die Beteiligungen von ad pepper dar. Diese sind im Rahmen der Restrukturierung in 2009 auf den Buchwert abgeschrieben worden, insofern „schlummern“ hier erhebliche stille Reserven. Mit webgains verfügt ad pepper über eines der größten Affiliate Netzwerke in Europa. Dieser Markt wächst dynamisch und gewinnt bei der Online-Werbevermarktung weiter an Bedeutung. Emediate ist ein Ad-Server, der weltweit zu den Top5 Anbietern gehört. Mit diesem Angebot unterstreicht ad pepper seine Technologiekompetenz. Wettbewerber wie Hi-Media müssen auf die

Servertechnologie von ad pepper zurückgreifen. BAT und SocialTyze gehören zu den innovativsten Werbevermarktern in den USA. globase ist ein führender Direktmarketingspezialist in Skandinavien.

Die folgende Tabelle zeigt die Beteiligungen und den von uns ermittelte Wert (siehe hierzu auch Abschnitt „Bewertung“):

Beteiligungesübersicht ad pepper media Intern. N.V.

	Umsatz 2010	Anteil	Kaufdatum	Investment	Beteiligungswert
globase	1,8 Mio. Euro	100%	Jan 06	0,25 Mio. Euro	4,3 Mio. Euro
webgains	16,3 Mio. Euro	100%	Mai 06	4,1 Mio. Euro	24,5 Mio. Euro
emediate	4 Mio. Euro	100%	Jan 07	4,8 Mio. Euro	8,0 Mio. Euro
ad agents	6,8 Mio. Euro	60%	Apr 07	0,25 Mio. Euro	6,1 Mio. Euro
SocialTyze	7 Mio. Euro	20%	2008/2011	1,45 Mio. Euro	7,0 Mio. Euro
Brand Affinity Tech.	28 Mio. Euro	4,5%	2009/2010	2,6 Mio. Euro	2,8 Mio. Euro
Summe					**52,7 Mio. Euro**

Quelle: Montega

Aktie deutlich unterbewertet

Das DCF-Modell führt zu einem fairen Wert für die ad pepper-Aktie von 2,30 Euro. Das Upside-Potenzial beträgt demnach rund 43%. Dieses Ergebnis wird durch unseren Peergroup-Vergleich gestützt, der sowohl bezogen auf die Umsatzmultiplikatoren als auch auf die Ergebnismultiplikatoren eine deutliche Unterbewertung signalisiert. Hier liegt der faire Wert der Aktie in einer Spanne von 1,80 Euro (EV/EBITDA) bis 4,70 Euro (EV/Umsatz).

Zusätzliches Potenzial „schlummert“ in den Beteiligungen von ad pepper. Der Gesamtwert der einzelnen Beteiligungen beträgt rund 53 Mio. Euro. Dieser Wert liegt bereits deutlich über der aktuellen Marktkapitalisierung des Unternehmens. Zusammen mit der Nettoliquidität (rund 17 Mio. Euro) übersteigt dies die aktuelle Marktkapitalisierung von ad pepper sogar um 89%.

TIMING UND SENTIMENT

In den letzten Jahren hat das Medium Internet einen grundlegenden Wandel vollzogen. Wurde es früher von vielen Unternehmen als reiner Vertriebskanal angesehen, gehört es heute zum integrativen Bestandteil der Markenkommunikation. Der Bedeutungsgewinn von Sozialen Netzwerken hat diese Entwicklung dabei noch beschleunigt. Heutzutage nutzen Weltunternehmen wie Coca Cola Netzwerke wie Facebook, Twitter und Co., um direkt mit den Kunden in Kontakt zu treten und ihren Marken ein stärkeres Profil zu geben. Gleichzeitig steigt die Komplexität des Markenbildungsprozesses weil der Variantenreichtum deutlich zugenommen hat und der Umgang mit dem Internet heutzutage einen hohen Grad an Kreativität verlangt.

ad pepper profitiert als Online-Werbevermarkter von dieser Entwicklung. Dienstleister wie SocialTyze können dreistellige Wachstumsraten aufweisen. Aber auch die traditionellen Online-Werbeformen (z.B. Displaymarketing) wachsen weiterhin zweistellig. Die Attraktivität dieses Marktes ist ungebrochen hoch.

Zukünftiger Newsflow positiv

Die zuletzt berichteten **Q2-Zahlen** fielen gemischt aus. Neben dem Umsatzrückgang im Kernsegment ad pepper media überraschte vor allem die negative Ergebnisentwicklung (EBIT-Q2: -1,0 Mio. Euro). Diese ist allerdings eine Folge des weiteren Ausbau des Vertriebsteams (insbesondere getrieben durch die weitere internationale Expansion von webgains) sowie den „Investitionen“ in den Aufbau einer Demand-Side-Plattform, also der Abwicklungsplattform von Werbebuchungen für Kunden (insbesondere für die Restplatzvermarktung). In diesem Bereich sehen wir erhebliches, hoch skalierbares (weil automatisierte Abwicklung) Wachstumspotenzial.

Positiver Newsflow war zudem durch den Start der **Dividendenzahlung** gegeben (wurde am 05.04.2011 bekannte gegeben). Wir erwarten, dass ad pepper diese Politik auch in Zukunft fortsetzt. Wir gehen von einer Ausschüttungsquote von 40% aus. Die Prognosen wurden entsprechend angepasst.

Auch die **Anteilserhöhung an SocialTyze** hat für positiven Newsflow gesorgt. ad pepper gab am 18.04.2011 bekannt, dass der Anteil am amerikanischen Social-Network-Vermarkter auf 20% erhöht wird (von zuvor 10%). Der Kaufpreis für den 10%igen Anteil betrug 1,25 Mio. USD. Der gezahlte Preis liegt u.E. deutlich unter dem aktuellen Marktwert (Beteiligungswert ca. 3,5 Mio. Euro, siehe Abschnitt Bewertung). SocialTyze kann ein beeindruckendes Wachstum vorweisen.

Moderate Bewertung – günstige Einstiegsgelegenheit

Das Unternehmen wird aktuell mit einer Marktkapitalisierung von rund 37 Mio. Euro bewertet. Diese liegt deutlich unter dem von uns ermittelten fairen Wert für die ad pepper-Aktie. Alle drei Bewertungsverfahren signalisieren dabei eine deutliche Unterbewertung:

- Das DCF-Modell führt zu einem fairen Wert von 2,30 Euro.
- Der Peergroup-Vergleich ergibt eine Bewertungsspanne von 1,80 bis 4,70 Euro.
- eine Sum-of-the-Parts-Bewertung unterstreich die Unterbewertung: Der Wert der sechs größten Beteiligungen liegt bereits bei rund 53 Mio. Euro und damit über der derzeitigen Marktkapitalisierung des Unternehmens.

Vor dem Hintergrund der zunehmenden M&A-Aktivitäten erscheint das aktuelle Bewertungsniveau attraktiv. Der Verkauf einer der nicht strategischen Beteiligungen könnte ein **Katalysator für den Aktienkurs** von ad pepper sein und zu einer Neubewertung des Titels führen. Vor diesem Hintergrund bekräftigen wir unsere Kaufempfehlung.

SWOT

Stärken durch technologischen Vorsprung

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

- Hohe Technologiekompetenz: mit der iSense (Semantisches Targeting) und SiteScreen-Technologie grenzt sich ad pepper von zahlreichen Online-Werbevermarktern ab.
- Internationale Ausrichtung: Mit 16 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 Top5 Affiliate-Netzwerken in Europa.
- Solide Finanzierungsstruktur: Diese ermöglicht es ad pepper, aktiv an der Marktkonsolidierung teilzunehmen bzw. strategische Akquisitionen zu tätigen, um das Dienstleistungsportfolio gezielt zu erweitern.

Kaum Schwächen vorhanden

Trotz der Qualität im Wettbewerb weist ad pepper 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.
- Investitionsintensives Geschäftsmodell: Der technologiebasierte Ansatz wird auch in Zukunft signifikante Investitionen in die Sense Engine erforderlich machen (Gesamtinvestitionen bereits über 10 Mio. Euro)

Eine Vielzahl von 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 kleine, lokal ausgerichtete Agenturen nicht befriedigen.
- Steigende Profitabilität: Lizenzierungsmodell könnte zu einer deutlichen Margensteigerung beitragen.
- Stille Reserven im Beteiligungsportfolio: das derzeitige Bewertungsniveau der Aktie spiegelt den fairen Wert der Beteiligungen in keinster Weise wider.

Risiken eindeutig kalkulierbar

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

- Abschwächung des Marktwachstums aufgrund einer deutlichen Verschlechterung der wirtschaftlichen Rahmenbedingungen.
- Die Wettbewerbsintensität 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, was höhere Investitionen nach sich zöge.

MARKT UND WETTBEWERB

Wettbewerbsumfeld

Der Bereich Online Marketing ist insgesamt durch eine **hohe Wettbewerbsintensität** gekennzeichnet. Neben börsennotierten Gesellschaften, wie Tomorrow Focus, TradeDoubler oder der Sedo Holding, die das Affiliate-Netzwerk Affilinet betreibt, zählen vor allem auch nicht börsennotierte Gesellschaften von teilweise beachtlicher Größe, wie die zanox-Gruppe oder belboon/adbuttler, zu den Wettbewerbern von ad pepper.

Der Bereich Affiliate-Marketing ist von zunehmender Bedeutung für ad pepper. Dominiert wird dieses Marktsegment bislang von zanox, gefolgt von Affilinet, den zwei größten europäischen Affiliate-Netzwerken. Diese sind vor allem wegen ihrer großen Affiliate-Basis interessant, verlangen dafür jedoch in der Regel sehr hohe Setup-Gebühren (VB 4.800 Euro Setup und 300 Euro monatlich). Daneben gibt es eine Reihe kleinerer bis mittlerer Netzwerke. Besonders bei den kleineren Netzwerken ist der Start eines Programms in der Regel sehr preiswert, allerdings ist hier grundsätzlich auch mit weniger Umsatz zu rechnen.

Die folgende Tabelle zeigt eine Übersicht über die wichtigsten Affiliate Netzwerke in Europa:

Unternehmen	Merchants	Eingebundene Websites	Mitarbeiter	Gründung	Umsatz 2010 (in Euro)
Umsätze in Euro					
zanox	3.300	1.000.000	601	2000	>400 Mio.
affilinet	2.000	500.000	150	1997	72,9 Mio.
TradeDoubler	1.900	138.000	650	1999	280 Mio.*
webgains	2.500	130.000	65	2005	16,5 Mio.
SuperClix	700	677.147	13	1997	k.A.
belboon/adbuttler	1.300	120.000	17	2006/2002	6,7 Mio.
ADCELL	350	70.000	14	2003	k.A.
AdCocktail	243	14.500	k.A.	2004	k.A.
Vitrado	100	210.000	15	2000	k.A.
24 interactive	300	4.000	7	2006	k.A.

*Gesamtsegment Network

Quelle: Montega AG

Zu den größten Affiliate-Netzwerken der USA und auch weltweit zählt zudem Commission Junction, ein Unternehmen von ValueClick Inc., mit über 2.500 Merchants.

Auch Google ließe sich in einigen Punkten als Wettbewerber einordnen, bewegt sich jedoch im Grunde außerhalb der Konkurrenz. Allein mit seinen AdSense Partnerwebsites konnte das amerikanische Unternehmen im ersten Quartal des laufenden Geschäftsjahres 2011 einen Umsatz in Höhe von 1,7 Mrd. USD erzielen. Zudem treten Unternehmen wie ad pepper praktisch als Dienstleister an der Schnittstelle zwischen Google und den Werbetreibenden auf.

Wachstumsmarkt Affiliate-Netzwerke

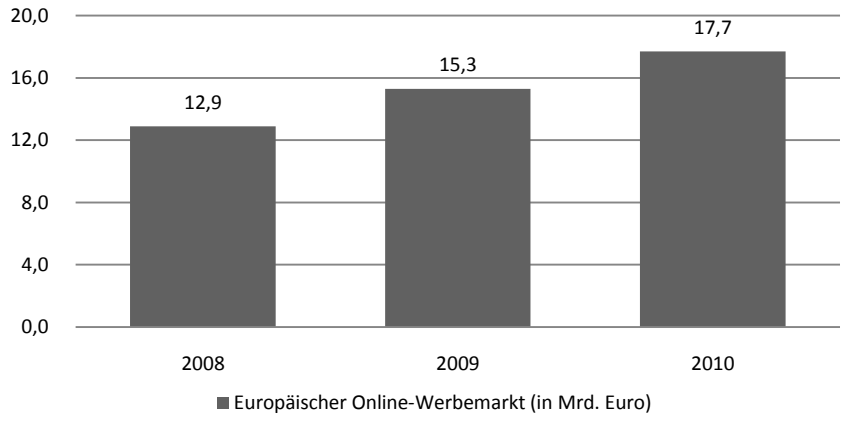
Mit einem yoy-Wachstum von rund 29% konnte ad pepper in den ersten sechs Monaten 2011 im Segment „Webgains“ das stärkste Wachstum verzeichnen. Damit ist webgains das am schnellsten wachsende Affiliate-Netzwerk in Europa. Die dynamische Top-Line-Entwicklung unterstreicht die Attraktivität dieses Marktsegments im Online-Marketing. Dabei profitieren Affiliate-Netzwerke insgesamt von dem weiterhin intakten Trend zu performance-basierter Werbung. Mit mehr als 2.500 Werbetreibenden (Merchants) und etwa 130.000 Affiliates (Websites) in Großbritannien, Frankreich, Deutschland, den Niederlanden, Schweden, Dänemark, Spanien und den USA zählt webgains inzwischen (hinter der Zanox-Gruppe, Affilinet und Tradedoubler) zu den größten Affiliate-Netzwerken in Europa.

Diese Entwicklung ist vor allem ein Resultat der hohen Service-Qualität und des hohen technologischen Standards. Neben den geringen Set-Up-Gebühren (ca. 500 Euro), dem professionellen Support und einer zügigen Auszahlung der Werbeerlöse (alle zwei Wochen) kann webgains vor allem durch die Einbindung der einzigartigen iSense-Technologie überzeugen, wodurch das Netzwerk einen sehr hohen Wirkungsgrad (hohe Conversion) erreicht. Angesichts der stetig wachsenden Vielfalt und damit auch Unübersichtlichkeit im Netz dürfte auch das Bedürfnis der Werbetreibenden, ihre Werbung zielgenau zu platzieren und dabei die eigene Marke zu schützen, weiter zunehmen. Während die Wettbewerber von ad pepper die Werbung und Kampagnen ihrer Kunden vorwiegend algorithmus-basiert platzieren, erfolgt die Platzierung bei ad pepper mit Hilfe der einzigartigen semantischen Targeting-Technologie iSense.

Entwicklung der Absatzmärkte

Der Online-Werbemarkt verzeichnet seit Jahren überdurchschnittliche Wachstumsraten, wodurch auch der Anteil der Online-Werbung am gesamten Werbemix kontinuierlich zunimmt.

Entwicklung europäischer Online-Werbemarkt



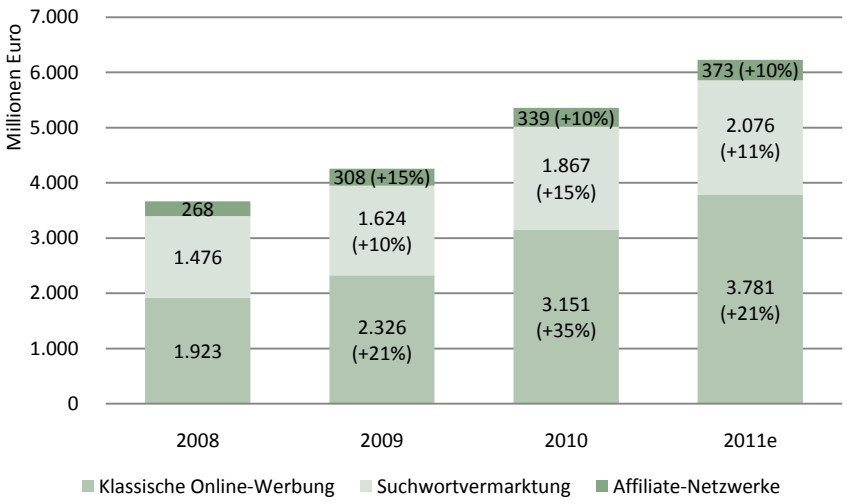
Quelle: IAB Europe Ad Ex Survey

Europaweit wuchs der Online-Werbemarkt in 2010 um 15,7% auf 17,7 Mrd. Euro. Den größten Anteil daran hatte das Segment Display Advertising, das in 2010 um 21,3% zulegen konnte und damit den Bereich Suchwortvermarktung (+15,1% in 2010) als Hauptwachstumstreiber ablöste. Der Anteil der Online-Werbung am Gesamtwerbevolumen liegt laut IAB Europe europaweit bei 18%. Dabei sind Großbritannien (29%) und Dänemark (28%) die Länder mit dem höchsten Online-Anteil, während viele Länder Ost- und Mitteleuropas noch einen deutlich unterproportionalen Anteil am Online-Werbemarkt aufweisen.

In Deutschland legte der Online-Werbemarkt in 2010 überproportional um 26% zu. Mit fast 5,4 Mrd. Euro konnte das Bruttowerbevolumen im Online-Bereich damit erstmals die 5-Milliarden-Euro-Grenze überschreiten. Gleichzeitig war dadurch der Bereich Online-

Werbung mit einem Anteil am gesamten Werbevolumen von 19,2% erstmals das zweitstärkste Werbemedium im Werbemix hinter der Gattung TV. Der Anteil liegt damit leicht über dem europäischen Durchschnitt. Diese Entwicklung wird sich u.E. auch in den kommenden Jahren fortsetzen. Bereits in 2011 dürfte das Bruttovolumen für Online-Werbung in Deutschland deutlich über 6 Mrd. Euro liegen. Auch Europaweit sehen wir weiterhin erhebliches Wachstumspotenzial, sowohl in den etablierten Märkten West- und Südeuropas, als auch in den „Online-Entwicklungsländern" Ost- und Mitteleuropas.

Entwicklung deutscher Online-Werbemarkt



Quelle: OVK Online-Report 2011/01

M&A-Aktivitäten im Media-Bereich gewinnen an Fahrt

Der Markt für Firmenübernahmen im Media-Sektor erführ nach der schweren Krise 2008/2009 zuletzt eine **deutliche Wiederbelebung**. Mit 133 Transaktionen in 2010 mit einem Gesamtvolumen von 9,5 Mrd. Euro konnte hier gegenüber 2009 ein Wachstum von 48% bzw. 53% verzeichnet werden (Quelle: PWC: Media M&A Insights). Dabei sind eine Reihe weiterer Transaktionen, die zwar in 2010 bereits angekündigt, aber erst in 2011 abgeschlossen werden, noch nicht erfasst.

Für 2011 erwarten wir einen weiteren deutlichen Anstieg der M&A-Aktivitäten im Bereich Media. Dabei dürften besonders auch Unternehmen aus dem Bereich Online-Werbung zunehmend in den Mittelpunkt rücken, denn:

- Werbebudgets werden weiter zunehmend in den Onlinebereich verschoben und Online-Werbeagenturen profitieren davon. Deshalb werden zunehmend auch Investoren versuchen, durch Übernahmen und Konsolidierung des Online-Marketing Sektors an diesem Trend zu partizipieren.
- Der Bereich eCommerce wird weiter überproportional (im Vergleich zum stationären Handel) wachsen. Entsprechend groß ist der Bedarf an Online-Marketing-Lösungen, hier speziell im Bereich der vertriebsorientieren Affiliate-Netzwerke die damit vermehrt in den Fokus von Investoren geraten.
- Kampagnen werden internationaler und die Anbieter müssen hierauf reagieren. Akquisitionen werden ein wichtiges Hilfsmittel sein, um diesen Anforderungen gerecht zu werden. Jüngstes Beispiel für diese Entwicklung ist die Übernahme des holländischen Affiliate-Marketing Unternehmens M4N durch zanox, das durch die Akquisition seine Präsenz in den Benelux Staaten ausbauen will.

Zukünftige Entwicklung des Online-Werbemarktes

Der Online-Werbemarkt dürfte auch für die kommenden Jahre noch **erhebliches Wachstumspotenzial** aufweisen und sukzessive weitere Marktanteile an den Gesamtwerbeausgaben hinzugewinnen. Laut einer Studie der European Interactive Advertising Association (EIAA) nutzen mittlerweile 54% der Europäer das Internet regelmäßig mehr als 12 Stunden pro Woche. Dabei ist jedoch die Streuung noch relativ groß. Beispielsweise nutzen in Nordeuropa bereits über 80% der Befragten das Internet täglich, in Russland sind es hingegen gerade einmal 36%.

Bei den 16-24jährigen hat die Internetnutzung europaweit bereits das Fernsehen als am häufigsten genutztes Medium verdrängt. 79% dieser Altersgruppe gehen täglich „online". Zudem nutzen immer mehr Menschen das Internet zum einkaufen oder zumindest, um sich über Produkte und Marken zu informieren. Über 55% der europäischen Internetnutzer gaben an, dass die schon einmal nach der Online-Recherche ihre Meinung darüber geändert haben, welche Marke sie kaufen sollten.

Insgesamt beobachten alle Studien zur Online-Nutzung eine zunehmende Habitualisierung des Internets, d.h. das Internet wird ein immer wichtigeres Instrument bei der Organisation des Alltags.

Das Internet wächst somit als Medium nicht nur quantitativ, es wird auch weiterhin vielschichtiger. Wir gehen davon aus, dass sich auch der Trend zur Technologisierung des Online-Marketings weiter verstärken wird und damit die Qualität und das Erreichen von Zielgruppen ohne große Streuverluste noch stärker in den Mittelpunkt rücken dürfte. Das Internet bietet dank seiner sog. Rückkanalfähigkeit einzigartige Effizienzpotentiale, über die kein anderes Werbemedium verfügt. Gerade im Bereich des Targeting und Retargeting ist ad pepper dank der iSense Technologie **ausgezeichnet positioniert** und sollte von dieser Entwicklung profitieren können.

WETTBEWERBSQUALITÄT

ad pepper gehört mit seinen 16 Niederlassungen in acht europäischen Ländern sowie den USA und mehr als zehnjähriger Erfahrung in der Platzierung internationaler Werbekampagnen zu den führenden internationalen Online-Werbevermarktern.

Durch die gesamte Bandbreite an effizienten Marketinglösungen, eigenen innovativen Systemtechnologien und die hohe internationale Platzierungskraft, grenzt sich ad pepper erfolgreich vom Wettbewerb ab.

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 von Leads sowie eine Technologie zum Schutz der Marke (SiteScreen). Die Produkte iSense und SiteScreen sind einzigartig - kein Konkurrent verfügt derzeit über eine vergleichbare Technologie.

Die iSense-Technologie

Die sogenannte Sense Engine™ hinter iSense ist die weltweit erste Technologie für semantisches Advertising und verhilft den Ad Servern von ad pepper media zu nahezu menschlichem Verständnis des Sinnzusammenhangs einzelner Webseiten. Das Produkt zeichnet sich im Einzelnen aus durch:

- Aufwendigste formatübergreifende Targeting-Innovationen
- 10 Jahre Entwicklung unter der Leitung von Prof. Dr. David Crystal
- Team aus 50 Linguisten, Enzyklopäden und Ad Serving-Spezialisten
- Weltweit patentiert
- Vielfach prämiert: u.a. beim „International Festival of Media Awards 2009“

Die hohe Wettbewerbsqualität von ad pepper ist darüber hinaus eine Folge von:

- Mehr als zehn Jahren Erfahrung bei der Platzierung von Werbekampagnen.
- Der hohen Technologiekompetenz (eigenes Affiliate Netzwerk, eigener Ad-Server,…).
- Der internationalen Ausrichtung, die es ermöglicht, Kampagnen global zu platzieren.
- Dem umfassenden Dienstleistungsportfolio…
- …sowie der großen Finanzkraft.

Großer Erfahrungsschatz – attraktive Kundenstruktur

ad pepper kann auf einen großen Erfahrungsschatz bei der Platzierung internationaler Werbekampagnen verweisen. Das Unternehmen wurde 1999 gegründet. Heute verfügt ad pepper über 16 Niederlassungen weltweit (u.a. Deutschland, Großbritannien, USA, Spanien und Dänemark). Das Unternehmen beschäftigt aktuell 267 Mitarbeiter. Zu den Kunden von ad pepper zählen Weltkonzerne wie Nokia, Dell und Toyota, genauso wie regionale Marken (Trigema, Thalia.de, La Redoute, Bayern.By, etc.).

Hohe Technologiekompetenz

Mit iSense verfügt ad pepper über eine **revolutionäre semantische und patentierte Technologie**, die es Werbetreibenden und Seitenbetreibern ermöglicht, Werbung im exakt passenden Werbeumfeld zielgruppengerecht zu platzieren. Der Wirkungsgrad der 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.

Internationale Ausrichtung

Durch die gesamte Bandbreite an effizienten Marketinglösungen, eigenen innovativen Systemtechnologien und der hohen internationalen Platzierungskraft hat sich das Unternehmen weiter erfolgreich vom Wettbewerb differenziert. Daneben profitieren die Kunden aber auch von der regionalen Präsenz (Ansprechpartner vor Ort) bei gleichzeitig internationaler Ausrichtung. ad pepper wickelt heute Werbekampagnen in mehr als 50 Ländern ab. Speziell kleinere Agenturen können diese Reichweite nicht bieten.

Umfassendes Dienstleistungsportfolio

Seinen Kunden bietet ad pepper individuelle und effiziente Lösungen, die nahezu die gesamte Palette der Online-Werbung abdecken. Dazu zählen:

- Display-Marketing
- Affiliate Marketing
- Performance-Marketing
- Social-Network-Marketing
- SEO und SEM
- Ad Server-Dienstleistung
- Direktmarketing (E-Mail-Marketing)

Die Tochtergesellschaften Emediate (Ad Serving), ad agents (Suchmaschinen-Marketing) und globase (E-Mail Marketing-Technologie) bieten richtungsweisende Lösungen in ihren Bereichen an. BAT und SocialTyze gehören zu den innovativsten Werbevermarktern in den USA.

Große Finanzkraft

ad pepper weist aktuell keine Bankverbindlichkeiten auf und verfügt über liquide Mittel (inkl. Wertpapiere) in Höhe von rund 17 Mio. Euro. Diese Finanzkraft macht ad pepper unabhängig von wirtschaftlichen Rahmenbedingungen und ermöglicht es darüber hinaus, aktiv an der Marktkonsolidierung teilzunehmen.

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.

FINANZEN

Jüngste Performance

Am 15. Juli hat ad pepper die vorläufigen **Zahlen für das zweite Quartal 2011** vorgelegt. Die Ergebnisentwicklung fiel erneut schwach aus. Nachdem im Geschäftsjahr 2010 in jedem Quartal ein positives EBIT erzielt werden konnte, lag das operative Ergebnis in Q2/2011 mit -1,0 Mio. Euro deutlich im negativen Bereich. Damit addiert sich das EBIT im ersten Halbjahr des laufenden Geschäftsjahres auf -2,3 Mio. Euro.

Die folgende Tabelle zeigt die wichtigsten Kennzahlen (auf Basis der vorläufigen Zahlen):

	H1/2011	H1/2010
Angaben in Mio. Euro		
Umsatz	**26,2**	**24,9**
EBITDA	**-2,0**	**0,7**
EBIT	**-2,3**	**0,3**
Nettoergebnis	**-2,1**	**1,1**
Liquide Mittel	**17,3**	**21,8**

Quelle: Unternehmen

Neben der rückläufigen Entwicklung im Kernsegment ad pepper media (Umsatz sank im ersten Halbjahr yoy um 8%) ist die unbefriedigende Entwicklung der Bottomline vor allem auf:

- Die deutliche Erhöhung der Mitarbeiterzahl im Technologiebereich (Mitarbeiterzahl wurde im ersten Quartal um 15 erhöht, das Ergebnis wurde hierdurch mit ca. 700 Tsd. Euro belastet)
- Rückstellungen für künftige Urlaubsansprüche (haben das Q1-Ergebnis mit ca. 300 Tsd. Euro belastet; werden im Laufe des Jahres wieder aufgelöst)
- Abschreibungen auf „Bad Debt“ (ca. 200 Tsd. Euro negativer Ergebniseffekt in Q1)
- sowie Maßnahmen zur Kostenoptimierung (ca. 200 Tsd. Euro negativer Ergebniseffekt in Q2) zurückzuführen.

Der deutliche Rückgang der liquiden Mittel ist neben der schwachen Ergebnisentwicklung auch durch die Dividendenauszahlung (1,1 Mio. Euro) sowie die Kaufpreiszahlung für die Erhöhung des Anteils an SocialTyze (0,9 Mio. Euro) begründet.

Ausblick auf das Geschäftsjahr 2011

Neben dem allgemeinen Marktwachstum (+16% Wachstum Online-Werbung; Quelle: OVK) dürften die **USA auch in 2011 erneut einer der Wachstumstreiber** sein. In dieser Region konnte ad pepper 2010 einen Umsatz in Höhe von knapp 5 Mio. Euro erzielen (2009: ca. 1 Mio. Euro).

Verantwortlich hierfür war der deutliche Umsatzanstieg im Kernsegment ad pepper media, dem rund 90% des US-Umsatzes zuzurechnen sind. Diese Entwicklung weicht deutlich vom allgemeinen Trend (rückläufige Umsatzentwicklung) in diesem Segment ab. Die Diskrepanz dürfte dabei vor allem auf die **unterschiedlichen Marktgegebenheiten** zurückzuführen sein: Die USA sind deutlich weiter, wenn es um die Nutzung des Internets als integrativen Bestandteil von Marketing-Kampagnen geht (gezielte Steuerung von Kampagnen). Zudem hat das Thema „Brand Protection“ (Schutz der Marke im Internet) eine größere Bedeutung als z.B. in Europa.

ad pepper setzt mit seinen beiden Produkten **iSense** (semantisches Advertising zur gezielten Steuerung von Werbekampagnen) und **SiteScreen** (Markenschutz) an diesen Punkten an, was den großen Erfolg in den USA erklärt. Auch in Europa dürften diese Themen zukünftig an Bedeutung gewinnen.

ad agents und webgains als Wachstumstreiber

ad agents und webgains werden auch im laufenden Geschäftsjahr die Treiber der Umsatzentwicklung darstellen. Im ersten Halbjahr 2011 konnten beide Segmente erneut deutlich zulegen. webgains bestätigt mit einem Wachstum von 29% den positiven Trend der letzten Quartale. Das Wachstum von ad agents fiel mit 10% im Vergleich deutlich geringer aus. Allerdings konnten hier erst kürzlich zwei bedeutende Aufträge vermeldet werden:

Die ad pepper-Tochter wird zusammen mit dem Technikanbieter intelliAd (bietet Tool zur Bid Management und Multichannel Optimization) den Gesamtetat des Versicherungskonzerns Ergo übernehmen. Dieser beläuft sich laut ad pepper auf 10 Mio. Euro.

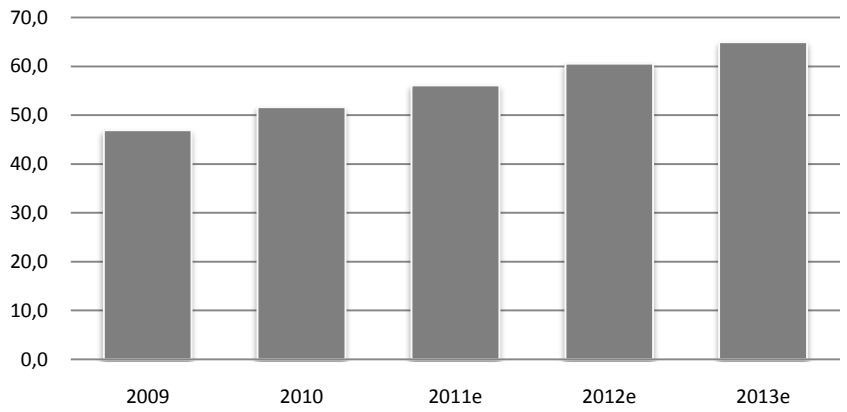
Daneben konnte der Gesamtetat für Suchmaschinen-Marketing und -Optimierung für Neckermann in Slowenien, der Slowakei und der Ukraine gewonnen werden. Seit 2007 ist ad agents bereits erfolgreich für den Online-Shop in der Schweiz, seit 2009 in Deutschland und seit 2010 in Österreich tätig

Mit diesen Aufträgen unterstreicht das Unternehmen seine führende Stellung im deutschsprachigen Raum sowie die hohe Technologiekompetenz. Die ad pepper-Technologien iSense und SideScreen dürften ein wesentliches Kriterium bei der Auftragsvergabe gewesen sein. Insbesondere der Markenschutz hat bei dem „gebeutelten“ Versicherungsanbieter Ergo derzeit einen großen Stellenwert.

Bezogen auf die ad pepper-Gruppe gehen wir von einer Fortsetzung der Wachstumsstory aus. Das folgende Schaubild zeigt die erwartete Umsatzentwicklung:

Umsatzentwicklung

(Angaben in Mio. Euro; Quellen: Unternehmen, Prognosen: Montega)



Entwicklung der wichtigsten Kostenpositionen

Per 31. März 2011 beschäftigte die ad pepper media-Gruppe 267 Mitarbeiter (Vj.: 242). Sie verteilten sich wie folgt auf die Segmente:

Mitarbeiter

	31. März 2011	31. März 2010
ad pepper media	145	143
Webgains	72	60
ad agents	26	17
Administration	24	22

Quelle: Unternehmen

Insbesondere bei webgains wurde die Anzahl der Mitarbeiter in den letzten Quartalen deutlich erhöht. Dieses hängt vor allem mit der internationalen Expansion des Unternehmens zusammen. Die Ergebnissituation wurde im ersten Quartal des laufenden Geschäftsjahres 2011 hierdurch erheblich belastet. Im weiteren Jahresverlauf sollte es ad pepper aber gelingen, mit Effizienzsteigerungsmaßnahmen (Zusammenlegungen des Accountings, Straffung von Personalstrukturen in den Auslandsniederlassungen) auf diese Entwicklung zu reagieren. In den nächsten Quartalen dürfte der Anstieg deutlich unterproportional zum Umsatz ausfallen und somit zu einer positiven Ergebnisentwicklung beitragen. Die folgende Tabelle zeigt die erwartete Personalkostenentwicklung:

Entwicklung Personalaufwand (Angaben in Mio. Euro)

	2007	2008	2009	2010	2011e
Personalaufwand	18,8	19,2	18,7	18,2	18,9

Quellen: Unternehmen; Prognosen: Montega

Neben dem Rückgang der Personalkostenquote resultiert der überproportionale Ergebnisanstieg auch aus:

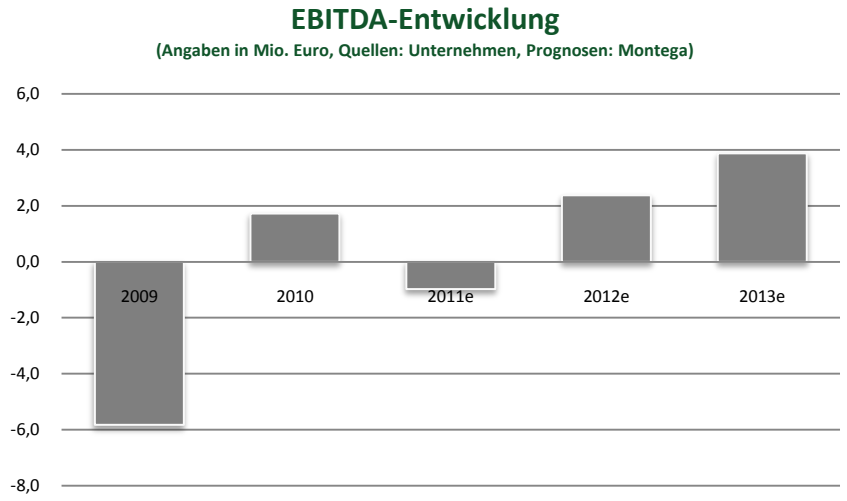
- Einer Fixkostendegression (Verwaltungskosten sowie SBA steigen deutlich unterproportional)
- sowie der zunehmenden Bedeutung von Plattformmodellen bei der Werbeschaltung (Affiliate-Netzwerke, Demand-Side-Plattform).

Die Verwaltungskostenquote sollte von 22,3% in 2009 auf 15,6% in 2013e sinken. Gleiches gilt für die Quote der SBAs (sinkt von 7,4% in 2009 auf 1,8% in 2013e).

Die zunehmende Bedeutung von Plattformmodellen wird auch im Rückgang der Vertriebskostenquote ersichtlich. Diese dürfte von 34,8% in 2009 auf 27,2% für 2013e sinken.

Bedingt durch die weitere internationale Expansion und den Aufbau einer Demand-Side-Plattform in den USA wird das Ergebnis in 2011 zunächst zurückgehen (Montega-Prognose: -0,8 Mio. Euro). Ab 2012 sollte es ad pepper jedoch gelingen, das EBITDA deutlich zu steigern. Die folgende Grafik zeigt die erwartet Entwicklung:

(Grafik siehe nächste Seite)



Solide Bilanz mit erheblichen stillen Reserven

Stand: 31. März 2011

Aktiva: Die größten Positionen auf der Aktivseite sind die langfristigen Vermögenswerte (13,3 Mio. Euro bzw. 38% der Bilanzsumme), Zahlungsmittel und Äquivalente (11,4 Mio. Euro bzw. 33%) sowie Forderungen aus Lieferungen und Leistungen (6,9 Mio. Euro bzw. 20%).

Passiva: ad pepper verfügt über eine solide Bilanzstruktur. Die Eigenkapitalquote beträgt 72% (per Ende Q1/2011). ad pepper weist keine Bankverbindlichkeiten aus. Die kurzfristigen Verbindlichkeiten, die lediglich 9,6 Mio. Euro bzw. 27% der Bilanzsumme ausmachen, bestehen im Wesentlichen aus Verbindlichkeiten aus Lieferungen und Leistungen (5,9 Mio. Euro bzw. 17%).

In der Bilanz „schlummern“ erhebliche, stille Reserven. Die Unternehmensbeteiligungen sind auf den Buchwert abgeschrieben worden (Goodwill lediglich 24 Tsd. Euro), durch einen Verkauf würde ad pepper diese Reserven heben.

BEWERTUNG

DCF-Modell

Das DCF-Modell reflektiert die guten Wachstumsaussichten für die Folgejahre. Langfristig wird auch der Online-Werbemarkt eine gewisse Sättigung erfahren, was sich in einem deutlichen Rückgang der Wachstumsraten widerspiegelt. Zur Ermittlung des Terminal Value wurde eine ewige Wachstumsrate von 2,5 % unterstellt.

In den letzten Jahren war die operative Entwicklung vor allem durch den Aufbau der iSense-Technologie sowie die internationale Expansion geprägt. Diese Entwicklung hat die Marge belastet. In den nächsten Jahren sollte die operative Marge deutlich ansteigen und ein marktübliches Niveau von 6-7% erreichen. Dieses Margenniveau wird aufgrund zunehmender Konkurrenz dauerhaft jedoch nicht zu verteidigen sein. Ab 2016 werden deshalb wieder leicht rückläufige Margen prognostiziert. Langfristig sollte eine durchschnittliche EBIT-Marge von 5,5% erreichbar sein.

Das verwendete Beta von 1,4 reflektiert einerseits die zuletzt größeren Kursschwankungen bedingt durch die Zyklizität des Geschäftsmodells. Andererseits verfügt ad pepper über eine hohe Technologiekompetenz und adressiert mit dem Fokus auf performance-basierte Werbung eine Bereich, der relativ gesehen weniger von der gesamtwirtschaftlichen Entwicklung abhängig ist (weil hier nur Kosten entstehen, wenn für die Unternehmen ein (Vertriebs-)Erfolg eintritt).

Die risikolose Rendite wird auf Basis langfristiger, festverzinslicher Wertpapiere mit 3,5% angenommen. Für die Marktrendite werden 9,0% unterstellt, was insgesamt zu einer Risikoprämie von 5,5% führt. Unter Annahme einer langfristigen Fremdkapitalquote von 30% ergibt sich ein WACC von 9,76%. Für die ad pepper media International N.V. ermittelt sich somit aus dem DCF-Modell ein fairer Wert von 2,30 Euro.

DCF Modell

Angaben in Mio. EUR	2011e	2012e	2013e	2014e	2015e	2016e	2017e	Terminal Value
Umsatz	**56,1**	**60,6**	**65,0**	**69,5**	**74,4**	**78,8**	**82,8**	**84,8**
Veränderung	*8,6%*	*8,0%*	*7,2%*	*7,0%*	*7,0%*	*6,0%*	*5,0%*	*2,5%*
EBIT	**-1,4**	**2,0**	**3,5**	**4,3**	**5,2**	**5,1**	**4,6**	**4,7**
EBIT-Marge	-2,5%	3,3%	5,4%	6,2%	7,0%	6,5%	5,5%	5,5%
NOPAT	**-1,7**	**1,6**	**2,8**	**3,5**	**4,2**	**4,1**	**3,6**	**3,7**
Abschreibungen	**0,6**	**0,5**	**0,5**	**0,5**	**0,4**	**0,4**	**0,4**	**0,4**
in % vom Umsatz	*1,0%*	*0,9%*	*0,8%*	*0,7%*	*0,6%*	*0,6%*	*0,5%*	*0,5%*
Liquiditätsveränderung								
- Working Capital	-0,1	-0,1	0,4	-0,1	-0,3	-0,2	-0,2	0,0
- Investitionen	-0,4	-0,5	-0,5	-0,5	-0,5	-0,5	-0,5	-0,5
Investitionsquote	*0,8%*	*0,8%*	*0,7%*	*0,7%*	*0,7%*	*0,6%*	*0,7%*	*0,6%*
Übriges	-0,9	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Free Cash Flow (WACC-Modell)	**-2,5**	**1,5**	**3,3**	**3,4**	**3,8**	**3,8**	**3,3**	**3,7**
WACC	9,8%	9,8%	9,8%	9,8%	9,8%	9,8%	9,8%	9,8%
Present Value	-2,5	1,4	2,6	2,5	2,5	2,3	1,8	25,4
Kumuliert	**-2,5**	**-1,1**	**1,5**	**4,0**	**6,5**	**8,8**	**10,7**	**36,1**

Wertermittlung (Mio. EUR)	
Total present value (Tpv)	36,1
Terminal Value	25,4
Anteil vom Tpv-Wert	70%
Verbindlichkeiten	2,1
Liquide Mittel	19,2
Eigenkapitalwert	**53,2**
Aktienzahl (Mio.)	23,00
Wert je Aktie (EUR)	**2,30**
+Upside / -Downside	**44%**
Aktienkurs (EUR)	1,61

Modellparameter	
Fremdkapitalquote	30,00%
Fremdkapitalzins	8,0%
Marktrendite	9,00%
risikofreie Rendite	3,50%
Beta	1,40
WACC	9,76%
ewiges Wachstum	2,50%

Annahmen: Umsatzwachstumsraten und Margenerwartungen		
Kurzfristiges Umsatzwachstum	2011-2014	7,4%
Mittelfristiges Umsatzwachstum	2011-2016	7,0%
Langfristiges Umsatzwachstum	ab 2018	2,5%
EBIT-Marge	2011-2014	3,1%
EBIT-Marge	2011-2016	4,3%
Langfristige EBIT-Marge	ab 2018	5,5%

Sensitivität Wert je Aktie (EUR) ewiges Wachstum

WACC	1,75%	2,25%	**2,50%**	2,75%	3,25%
10,26%	2,02	2,07	2,10	2,12	2,19
10,01%	2,11	2,17	2,20	2,23	2,30
9,76%	2,21	2,27	**2,31**	2,35	2,44
9,51%	2,32	2,40	2,44	2,49	2,60
9,26%	2,45	2,55	2,60	2,66	2,79

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

WACC	5,00%	5,25%	**5,50%**	5,75%	6,00%
10,26%	2,01	2,05	2,10	2,14	2,18
10,01%	2,10	2,15	2,20	2,24	2,29
9,76%	2,21	2,26	**2,31**	2,36	2,41
9,51%	2,27	2,32	2,38	2,43	2,48
9,26%	2,33	2,39	2,44	2,50	2,56

Quelle: Montega

Peergroup-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. Im abgelaufenen Geschäftsjahr 2010 erwirtschaftete das Unternehmen einen Umsatz in Höhe von 116 Mio. Euro, das Ergebnis betrug 2,6 Mio. Euro.

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. Das zum Konzern gehöhrende Internetportal „HolidayCheck“ ist der führende Reiseinformationsdienst im deutschsprachigen Raum. Im abgelaufenen Geschäftsjahr 2010 erzielte der Konzern mit seinen 560 Mitarbeitern einen Umsatz in Höhe von 128 Mio. Euro. Das Nettoergebnis betrug 10,6 Mio. Euro.

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 2010 einen Umsatz in Höhe von rund 310 Mio. Euro. TradeDoubler verfügt über 18 Niederlassungen und beschäftig heute rund 525 Mitarbeiter.

YOC

Die YOC-Gruppe gehört zu Europas führenden Anbietern für Mobile Marketing, Mobile Advertising und Mobile Internet. Auf Basis eigenentwickelter Technologie-Plattformen realisiert die YOC-Gruppe integrierte mobile Lösungen für Kunden aus sämtlichen Branchen. Im abgelaufenen Geschäftsjahr 2010 hat das Unternehmen einen Umsatz in Höhe von 30,5 Mio. Euro erzielt. Das Nettoergebnis betrug knapp 0,7 Mio. Euro. YOC und beschäftigt derzeit 220 Mitarbeiter.

Hi-Media S.A.

Die französische Hi-Media wurde 1996 gegründet. Das Unternehmen bietet seinen Kunden einen breite Palette an Services, vom Website-Design über die Produktion von Inhalten oder die Implementierung verschiedener Internettools bis hin zu Online-Werbung und E-Payment Lösungen. Hi-Media beschäftigt derzeit mehr als 500 Mitarbeiter in 9 europäischen Ländern, sowie den USA und Brasilien. In 2010 erzielte das Unternehmen einen Umsatz in Höhe von 222 Mio. Das Nettoergebnis war bedingt durch Abschreibungen mit -58,6 Mio. Euro allerdings deutlich defizitär.

Der Peer-Group-Vergleich signalisiert insgesamt ebenfalls eine deutliche Unterbewertung der ad pepper-Aktie. Bezogen auf die Umsatzmultiplikatoren (auf Basis der 2012er-Zahlen) liegt dieses bei 34% bis 181%. Die Ergebnismultiplikatoren deuten ebenfalls auf eine Unterbewertung hin, die im Bereich von 9% bis 11% liegt. Die folgende Tabelle zeigt das Resultat der Peergroup-Analyse:

(Peergroup-Vergleich siehe nächste Seite)

Peer-Group ad pepper media International N.V.

Unternehmen	KUV			KGV		
	2010	2011e	2012e	2010	2011e	2012e
Sedo Holding AG	0,79	0,70	0,64	76,55	18,81	12,81
Tomorrow Focus AG	1,69	1,50	1,30	19,04	18,37	13,02
YOC AG	0,35	1,55	1,20	85,35	64,64	26,45
TradeDoubler AB	1,16	0,50	0,46	24,44	14,74	12,41
Hi-Media S.A.	0,12	0,64	0,58	neg.	14,09	11,24
Mittelwert	0,82	0,98	0,84	51,35	26,13	15,18
ad pepper media International N.V.	**0,73**	**0,68**	**0,63**	**14,99**	**neg.**	**13,74**
Potenzial	**12%**	**45%**	**34%**	**243%**	**n.m.**	**11%**

Enterprise Value Analyse

Unternehmen	EV	EV / Umsatz			EV / EBITDA		
	(Mio. LW)	2010	2011e	2012e	2010	2011e	2012e
Sedo Holding AG	72,1	0,62	0,55	0,50	12,22	8,90	6,32
Tomorrow Focus AG	228,8	1,76	1,57	1,36	25,34	9,57	7,41
YOC AG	57,7	0,35	1,56	1,21	36,99	18,00	11,02
TradeDoubler AB	1256,6	0,97	0,42	0,38	15,23	7,68	6,69
Hi-Media S.A.	192,2	0,15	0,77	0,71	13,57	8,18	6,98
Mittelwert		0,77	0,97	0,83	20,67	10,47	7,68
ad pepper media International N.V.	**17,9**	**0,35**	**0,32**	**0,30**	**10,42**	**neg.**	**7,08**
Potenzial		**122%**	**205%**	**181%**	**98%**	**n.m.**	**9%**

Quelle: Montega, Capital IQ

Bewertung des Beteiligungsportfolios

Der Wert der Beteiligungen liegt deutlich über dem aktuellen Enterprise Value von ad pepper (22 Mio. Euro) wie das folgende Schaubild zeigt:

Beteiligungesübersicht ad pepper media Intern. N.V.

	Umsatz 2010	Anteil	Kaufdatum	Investment	Beteiligungswert
globase	1,8 Mio. Euro	100%	Jan 06	0,25 Mio. Euro	4,3 Mio. Euro
webgains	16,3 Mio. Euro	100%	Mai 06	4,1 Mio. Euro	24,5 Mio. Euro
emediate	4 Mio. Euro	100%	Jan 07	4,8 Mio. Euro	8,0 Mio. Euro
ad agents	6,8 Mio. Euro	60%	Apr 07	0,25 Mio. Euro	6,1 Mio. Euro
SocialTyze	7 Mio. Euro	20%	2008/2011	1,45 Mio. Euro	7,0 Mio. Euro
Brand Affinity Tech.	28 Mio. Euro	4,5%	2009/2010	2,6 Mio. Euro	2,8 Mio. Euro
Summe					**52,7 Mio. Euro**

Quelle: Montega

Im Folgenden werden die wesentlichen Beteiligungen kurz vorgestellt:

globase (Beteiligungshöhe: 100%)

Das Softwareunternehmen globase wurde 1999 gegründet und ist spezialisiert auf die Entwicklung und Vermarktung umfangreicher Email-Marketing-Systeme. Im Mittelpunkt stehen dabei Techniken und Tools zur Kundensegmentierung und dem Management automatisierter Email-Kampagnen. Dabei bietet das Unternehmen seinen Kunden umfangreiche Standardfunktionen an, wie z.B. eine sehr flexible drag-and-drop Oberfläche zur Erstellung von Newslettern, Conversion Tracking von Webseiten und Webshops u.v.m. Zusätzlich können die Kunden eine Vielzahl weiterer Funktionen (von SMS-Marketing über Multichannel Kampagnen bis hin zur Verknüpfung eigener CRM-Systeme mit globase) wählen. Das Unternehmen zählt zu den führenden Anbietern von eMail/Direktmarketingdienstleistungen in Skandinavien.

Bewertung: globase wurde in 2006 zu 100% von ad pepper übernommen. Der Kaufpreis betrug gerade einmal 0,25 Mio. Euro. In 2010 erzielte globase bereits einen Umsatz von 1,8 Mio. Euro und eine EBIT-Marge von 30%. Angesichts der Margenstärke halten wir ein EBIT-Multiple von 8 für angemessen. Demnach beträgt der Unternehmenswert aktuell mindestens 4,3 Mio. Euro.

webgains (100%)

webgains wurde 2005 gegründet und gehört mittlerweile zu den führenden, internationalen Affiliate-Netzwerken mit 2.500 Merchants und 130.000 Affiliates. Mit lokalen Plattformen in UK, Deutschland, Frankreich, den Niederlanden, Dänemark, Schweden, Spanien, Irland und den USA bietet das Unternehmen seinen Kunden eine internationale Ausrichtung. Das Netzwerk zeichnet sich durch eine benutzerfreundliche Technologie und ein intensives „Client Account-Management“ aus. Ziel von Webgains ist es, die verschiedenen Werbeformate der Merchants (Banner, Links etc.) mittels eines einfachen, aber effizienten Tools auf den Webseiten der Affiliates zu platzieren, so dass beide Seiten davon profitieren. Dabei hebt sich webgains durch sein äußerst nutzerfreundliches Interface deutlich von seinen Wettbewerbern ab. Dieses bietet eine Vielzahl an zeitsparenden Funktionalitäten für Merchants und Affiliates.

Besonders hervorzuheben ist hierbei natürlich die Integration von iSense, dem einzigartigen, semantischen Such- und Analysetool. Darauf basierend bietet Webgains den sog. iSense SiteSeeker. Hierbei handelt es sich um das erste automatische Hilfsmittel, das Merchants und Affiliates zusammenführt. Es ermöglicht dem Merchant, den passenden Inhalt für das eigene Programm zu finden, ohne, dass Affiliates ihre Seiten selbst kategorisieren müssen. Die SenseEngine analysiert den Bedeutungszusammenhang der Webseiten in Sekundenbruchteilen und erleichtert die Platzierung von Kampagnen und steigert gleichzeitig deren Effizienz, da wirklich passender Inhalt die wichtigste Umsatzquelle sowohl für Merchants als auch für Affiliates darstellt.

Bewertung: webgains ist eine 100%ige Tochter von ad pepper media und stellt gleichzeitig eines der operativen Segmente des Unternehmens dar. In 2010 erzielte Webgains einen Umsatz von 16,3 Mio. Euro, das EBIT betrug -0,4 Mio. Euro (wegen intern. Rollout noch negativ - hat sich aber yoy deutlich verbessert; mittelfristiges Margenziel: 6-7%).

Zur Bewertung dieser Beteiligung ist u.E. angesichts der offensichtlichen Vorteile und der somit hohen Wettbewerbsqualität von webgains, ein 1,5-facher Umsatzmultiple durchaus angemessen. Damit läge der Beteiligungswert bei ca. 24,5 Mio. Euro.

Vergleichbare Transaktionen unterstützen unsere Bewertungsgrundlage. So wurde zum Beispiel Mitte 2007 zanox für 216 Mio. Euro (+ erfolgsabhängige Prämie) von Axel Springer/PublicGroupe erworben. In 2006 hatte zanox einen Umsatz in Höhe von 107 Mio. Euro erzielt. Demnach wurde hier ein 2-facher Umsatzmultiple gezahlt.

Emediate (100%)

Emediate wurde 2001 gegründet. Heute ist das Unternehmen einer der führenden Anbieter von Adserver-Lösungen in Skandinavien. Mit Emediate Ad bieten die Skandinavier ihren Kunden ein leistungsstarkes, benutzerfreundliches und flexibles System zur Auslieferung und Steuerung von Online Werbekampagnen. Zurzeit verarbeitet Emediate mehr als 35 Milliarden Werbeeinblendungen pro Monat. In Abhängigkeit von der Anzahl der Websites, dem Bedarf an Unterstützung und den Anforderungen an eine individuelle Konfiguration bietet das Unternehmen seinen Kunden verschiedene Systemvarianten und individuelle Lösungen bezüglich der Auslieferung von Kampagnen und des Reportings. Das Kundenspektrum erstreckt sich dabei vom kleinen Web Publisher über Mediengruppen und größere Portale bis hin zu Vermarktungsnetzwerken.

Der Firmensitz von Emediate ist in Kopenhagen. Weitere Niederlassungen befinden sich in Schweden und Großbritannien. In Deutschland, Norwegen, Finnland, Benelux, Italien und Brasilien verfügt das Unternehmen zudem über Vertriebspartner. Seinen Service bietet das Unternehmen in sieben Sprachen an und ist somit in der Lage, viele seiner Kunden in deren Muttersprache zu unterstützen.

In den vergangenen Jahren wurde Emediate vier Mal in Folge – in 2007, 2008, 2009 und 2010 – von dem dänischen Business-Magazin „Børsen“ als „Gazelle“ Unternehmen ausgezeichnet. Diese Auszeichnung wird den am schnellsten wachsenden dänischen Unternehmen mit positivem Ergebnis verliehen, deren Umsatz von mehr als einer Millionen Euro sich in den vorausgegangenen vier Jahren zumindest verdoppelt hat.

2007 übernahm ad pepper für 4,8 Mio. Euro 100% der Anteile von Emediate. Seither hat ad pepper pro Jahr etwa 0,5 Mio. Euro in das Unternehmen investiert. Emediate ist für ad pepper von hoher strategischer Bedeutung, da eigene Adserver-Lösungen für die Implementierung der iSense-Technologie von ad pepper unabdingbar sind.

Bewertung: In 2010 erzielte Emediate einen Umsatz von ca. 4 Euro, bei einer EBIT-Marge von über 25%. Der Wert der Beteiligung dürfte damit etwa bei 8 Mio. Euro liegen (8-facher EBIT-Multiple).

ad adgents (60%)
Die ad agents GmbH wurde 2006 in Herrenberg gegründet. Das Unternehmen hat sich auf Suchmaschinenwerbung (SEM) und Suchmaschinenoptimierung (SEO) sowie auf Affiliate-Management und Produktsuchoptimierung (PSO) spezialisiert. Zu den Kunden von ad agents zählen namhafte Unternehmen aus den verschiedensten Sektoren. Mit rund 60 Mitarbeitern erzielte das Unternehmen in 2010 einen Umsatz von rund 6,8 Mio. Euro. Das Unternehmen ist profitabel. Das Margenniveau liegt bei ca. 8,5%.

Bewertung: ad pepper hat den ad agents-Anteil im April 2007 übernommen und dafür gerade einmal 0,25 Mio. Euro bezahlt. Inzwischen dürfte der Unternehmenswert deutlich höher liegen. Auf Grundlage eines 1,5-fachen Umsatzmultiplikators liegt der Unternehmenswert bei 10,2 Mio. Euro. Die 60%ige ad pepper-Beteiligung hat demnach einen Wert von gut 6,1 Mio. Euro.

SocialTyze (20%)

SocialTyze gilt als Spezialist für “making brands social“. Das US-Unternehmen hilft Werbetreibenden und Werbeagenturen dabei via Facebook oder anderen sozialen Netzwerken direkt mit relevanten Zielgruppen in Kontakt zu treten und die eigene Präsenz in diesen Netzwerken durch gezielte Kampagnen auszuweiten. Zu den Kunden von SocialTyze zählen Top-Marken wie American Express, Showtime, 3M, Fox, Kraft, the Discovery Channel und Paramount Pictures.

Bewertung: ad pepper hat seine Beteiligung an Social Tyze zu Beginn des Jahres deutlich ausgebaut und hält inzwischen 20% an dem Unternehmen. Dabei hat sich der Unternehmenswert in den letzten Jahren mehr als vervierfacht: 2008 zahlte ad pepper für den 10%igen Unternehmensanteil rund 0,2 Mio. Euro, die zweite Aufstockung kostete ad

pepper bereits ca. 0,9 Mio. Euro. Dieses impliziert einen aktuellen Unternehmenswert von 9 Mio. Euro (ca. 12,5 Mio. USD). Der wahre Marktwert liegt u.E. allerdings signifikant höher.

SocialTyze dürfte hohe, **zweistellige Wachstumsraten** erzielen. Zudem arbeitet das Unternehmen sehr profitabel. Das Nettoergebnis 2010 sollte ca. 2 Mio. USD betragen haben. Bezogen auf ein KGV-Multiple von 25, welches das enorme Wachstumstempo des Unternehmens reflektieren würde, liegt der Unternehmenswert bei 50 Mio. USD. Der Anteil von ad pepper wird auf dieser Grundlage mit rund 7 Mio. Euro bewertet.

Brand Affinity Technologies (4,5%)

Die 2007 gegründete Brand Affinity Technologies (BAT) ist ein Unternehmen, das sich auf die Analyse der Marketingtauglichkeit bzw. Marketingstärke von Prominenten und Sportlern spezialisiert hat. Mit Hilfe seiner „Endorsement Platform“ analysiert BAT täglich mehr als 45.000 Celebrities nach verschiedenen Indikatoren wie Popularität, medialer Präsenz, Engagement, Leistungen und Fan Base um diejenigen herauszufiltern, die sich am besten für verschiedenste Werbekampagnen eignen. Zusätzlich bringt das Unternehmen mit seiner App Fantapper Informationen über bekannte Persönlichkeiten direkt zu den Konsumenten und bindet die Konsumenten darüber gleichzeitig in den Analyseprozess ein.

Der Wert dieser Beteiligung von ad pepper (4,5%) liegt auf Bewertungsbasis einer KE in 2010 bei ca. 4 Mio. USD (entspricht 2,8 Mio. Euro). Mittlerweile dürften diese Zahlen jedoch schon wieder veraltet sein, da BAT auf ein rasantes Wachstum verweisen kann. Lag der Umsatz in 2009 noch bei 2,2 Mio. Euro, betrug er in 2010 bereits 28 Mio. Euro. Für 2011 erwartet das Unternehmen eine weitere Verdoppelung des Umsatzes auf etwa 60 Mio. Euro.

BAT wurde von Ryan und Chad Steelberg gegründet. Das Brüderpaar konnte in der Vergangenheit bereits mehrfach erfolgreiche Exits vollziehen. So wurde bspw. in 2006 dMarc für 100 Mio. USD an Google veräußert. ad pepper, das 2005 für ca. 4,5 Mio. USD eingestiegen war, verkaufte seinen 8%-igen Anteil zwei Jahre später für 28 Mio. USD an Google.

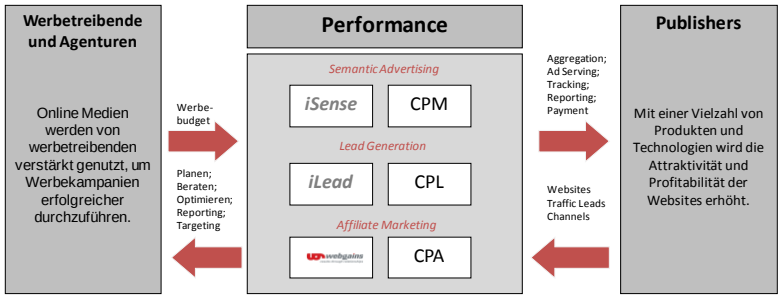
Konklusion: Alle drei Bewertungsverfahren signalisieren eine deutliche Unterbewertung der Aktie. Das DCF-Modell führt zu einem fairen Wert von 2,30 Euro. Dieses Ergebnis wird von der Peergroup-Analyse (Bewertungsspanne von 1,80 bis 4,70 Euro) sowie der Sum of the Part-Bewertung (Wert der sechs größten Beteiligungen bereits rund 53 Mio. Euro) gestützt.

Wir orientieren uns bei unserem Kursziel (2,30 Euro) vor dem Hintergrund eines konservativen Ansatzes am fairen Wert auf Basis eines DCF-Modells. Damit bietet die Aktie ein Upside-Potenzial von rund 43%.

UNTERNEHMENSHINTERGRUND

ad pepper media ist einer der führenden, unabhängigen Online-Werbevermarkter mit internationaler Ausrichtung (Kunden aus mehr als 50 Ländern). Das Unternehmen beschäftigt 267 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 verschieden 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 identifiziert 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.

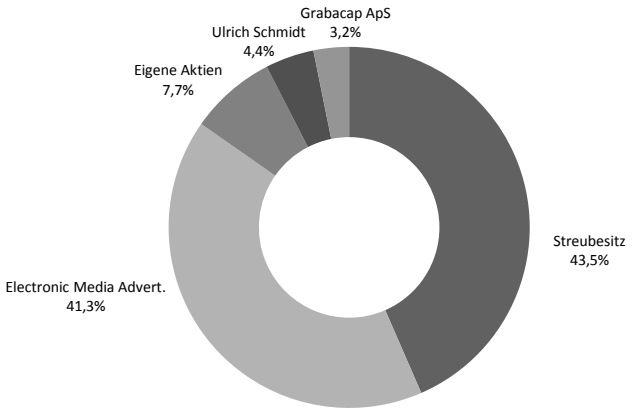
Michael Alexander Carton verfügt über eine zwölfjährige Berufserfahrung in den Bereichen Direkt Marketing und Business/Product Development. 1999 kam Herr Carton als Gründungsgesellschafter zu ad pepper media und war seitdem als Managing Director, Director Western Europe und Head of Product Development 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 7,74% eigene Aktien.

Drittgrößter Aktionär ist der Gründungsgesellschafter und derzeitige Vorstandsvorsitzende Ulrich Schmidt. Er hält 4,37% der Anteile. Die dem ehemaligen Aufsichtsratsmitglied Jan Andersen zuzurechnende Grabacap ApS besitzt 3,18% der Anteilsscheine. 43,46% der Aktien befinden sich in Streubesitz (Free Float).

Aktionärsstruktur



ANHANG

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

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

G&V (in % vom Umsatz) ad pepper media International N.V.	2009	2010	2011e	2012e	2013e
Umsatzerlöse	**100,0%**	**100,0%**	**100,0%**	**100,0%**	**100,0%**
Umsatzkosten	55,3%	54,7%	56,3%	54,4%	53,3%
Vertriebskosten	34,8%	29,8%	30,5%	28,0%	27,2%
Sonstige betriebliche Aufwendungen	7,4%	2,2%	1,9%	1,8%	1,8%
Sonstige betriebliche Erträge	2,6%	6,3%	3,6%	3,5%	3,3%
EBITDA	**-12,4%**	**3,3%**	**-1,5%**	**4,2%**	**6,2%**
Abschreibungen auf Sachanlagen	1,0%	0,6%	0,4%	0,5%	0,4%
EBITA	**-20,1%**	**2,7%**	**-1,9%**	**3,7%**	**5,9%**
Amortisation immaterielle Vermögensgegenstände	3,7%	0,7%	0,6%	0,4%	0,4%
Impairment Charges und Amortisation Goodwill	44,3%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
EBIT	**-68,1%**	**2,0%**	**-2,5%**	**3,3%**	**5,4%**
Zinsertrag	3,4%	2,6%	1,8%	1,9%	2,2%
Zinsaufwendungen	0,6%	0,1%	0,1%	0,1%	0,1%

Bilanz (in Mio. EUR) ad pepper media International N.V.	2009	2010	2011e	2012e	2013e
AKTIVA					
Immaterielle Vermögensgegenstände	0,8	0,5	0,4	0,4	0,3
Sachanlagen	0,6	0,4	0,4	0,3	0,3
Finanzanlagen	8,4	15,8	13,2	13,5	14,5
Anlagevermögen	**9,8**	**16,8**	**14,0**	**14,2**	**15,2**
Forderungen und sonstige Vermögensgegenstände	7,0	9,0	8,6	9,8	10,3
Liquide Mittel	15,2	11,2	11,1	13,5	16,6
Umlaufvermögen	**23,0**	**20,8**	**20,5**	**23,9**	**27,5**
Bilanzsumme	**32,8**	**37,5**	**34,6**	**38,1**	**42,7**
PASSIVA					
Eigenkapital	**21,2**	**25,7**	**25,6**	**28,4**	**32,3**
Anteile Dritter	**0,1**	**0,4**	**0,5**	**0,6**	**0,7**
Rückstellungen	**0,0**	**0,0**	**0,0**	**0,0**	**0,0**
Zinstragende Verbindlichkeiten	4,1	3,3	2,0	1,9	1,8
Sonstige Verbindlickeiten	7,4	8,2	6,5	7,2	8,0
Verbindlichkeiten	**11,5**	**11,4**	**8,5**	**9,1**	**9,8**
Bilanzsumme	**32,8**	**37,5**	**34,6**	**38,1**	**42,7**

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

Bilanz (in % der Bilanzsumme) ad pepper media International N.V.	2009	2010	2011e	2012e	2013e
AKTIVA					
Immaterielle Vermögensgegenstände	2,6%	1,3%	1,1%	1,0%	0,8%
Sachanlagen	1,7%	1,2%	1,2%	0,9%	0,8%
Finanzanlagen	25,7%	42,2%	38,3%	35,4%	34,0%
Anlagevermögen	**29,9%**	**44,7%**	**40,6%**	**37,3%**	**35,5%**
Forderungen und sonstige Vermögensgegenstände	21,3%	24,0%	25,0%	25,8%	24,1%
Liquide Mittel	46,4%	29,9%	32,2%	35,3%	39,0%
Umlaufvermögen	**70,1%**	**55,3%**	**59,4%**	**62,7%**	**64,5%**
Bilanzsumme	**100,0%**	**100,0%**	**100,0%**	**100,0%**	**100,0%**
PASSIVA					
Eigenkapital	**64,7%**	**68,6%**	**74,0%**	**74,6%**	**75,6%**
Anteile Dritter	**0,3%**	**1,0%**	**1,3%**	**1,4%**	**1,5%**
Rückstellungen	**0,0%**	**0,0%**	**0,0%**	**0,0%**	**0,0%**
Zinstragende Verbindlichkeiten	12,4%	8,7%	5,8%	5,0%	4,1%
Sonstige Verbindlickeiten	22,5%	21,7%	18,9%	19,0%	18,8%
Verbindlichkeiten	**35,0%**	**30,5%**	**24,7%**	**24,0%**	**22,9%**
Bilanzsumme	**100,0%**	**100,0%**	**100,0%**	**100,0%**	**100,0%**

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

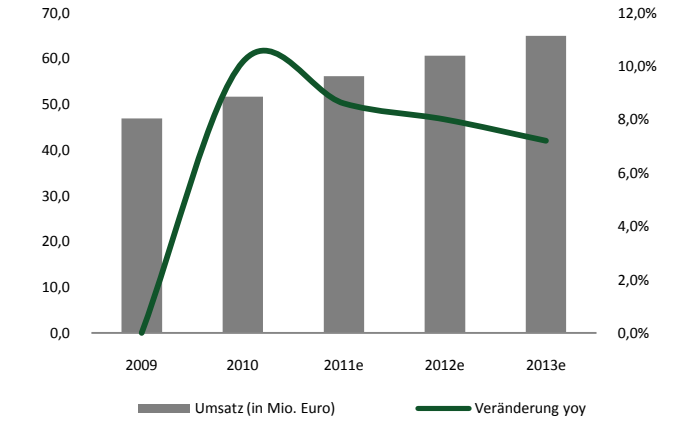
Kapitalflussrechnung (in Mio. EUR) ad pepper media International N.V.	2009	2010	2011e	2012e	2013e
Jahresüberschuss/ -fehlbetrag	-34,3	2,5	-0,7	2,5	3,9
Abschreibung Anlagevermögen	0,4	0,3	0,2	0,3	0,3
Amortisation Goodwill	20,8	0,0	0,0	0,0	0,0
Amortisation immaterielle Vermögensgegenstände	1,7	0,4	0,3	0,2	0,3
Veränderung langfristige Rückstellungen	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Sonstige zahlungsunwirksame Erträge/Aufwendungen	29,0	-1,3	0,0	0,0	0,0
Cash Flow	**17,7**	**1,9**	**-0,2**	**3,0**	**4,4**
Veränderung Vorräte	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Veränderung Forderungen aus L+L	2,4	-1,6	0,5	-0,9	-0,4
Veränderung Verb. aus L+L + erh. Anzahlungen	-0,8	-0,3	-0,6	0,8	0,8
Veränderung sonstige Working Capital Posten	1,8	0,0	0,0	0,0	0,0
Veränderung Working Capital	3,4	-1,9	-0,1	-0,1	0,4
Cash Flow aus operativer Tätigkeit	**0,3**	**0,0**	**-0,3**	**2,9**	**4,8**
CAPEX	-0,5	-0,3	-0,4	-0,5	-0,5
Zugänge aus Akquisitionen	0,0	-0,4	-0,9	0,0	0,0
Finanzanlageninvestitionen	-8,4	-3,1	3,9	0,0	0,0
Erlöse aus Anlageabgängen	16,6	0,0	0,0	0,0	0,0
Cash Flow aus Investitionstätigkeit	**8,9**	**-3,8**	**2,5**	**-0,5**	**-0,5**
Dividendenzahlung	0,0	0,0	-1,0	0,0	-1,0
Veränderung Finanzverbindlichkeiten	0,0	0,0	-1,3	-0,1	-0,2
Erwerb eigener Aktien	-1,7	-0,3	0,0	0,0	0,0
Kapitalmaßnahmen	0,2	0,3	0,0	0,0	0,0
Sonstiges	0,1	0,1	0,0	0,0	0,0
Cash Flow aus Finanzierungstätigkeit	**-1,4**	**0,1**	**-2,3**	**-0,1**	**-1,2**
Effekte aus Wechselkursänderungen	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Veränderung liquide Mittel	**7,7**	**-3,7**	**-0,1**	**2,3**	**3,2**
Endbestand liquide Mittel	**13,5**	**9,8**	**9,6**	**12,0**	**15,1**

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

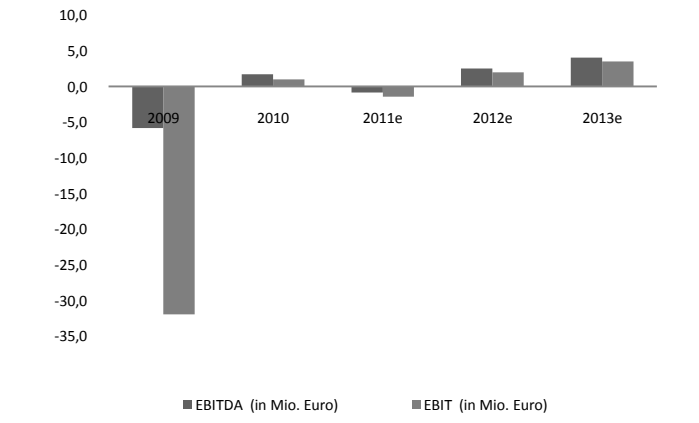
Kennzahlen ad pepper media International N.V.	2009	2010	2011e	2012e	2013e
Operative Effizienz					
Operativer Aufwand / Umsatz (%)	115,4%	49,7%	49,8%	45,8%	44,6%
EBIT-Rendite (%)	-68,1%	2,0%	-2,5%	3,3%	5,4%
EBITDA / Operating Assets (%)	-1744,0%	84,4%	-39,6%	116,4%	231,2%
ROA (%)	-349,6%	14,9%	-5,3%	17,3%	25,6%
Kapitaleffizienz					
Umschlag des Sachanlagevermögens	83,3	116,1	130,0	173,3	195,5
Operativer Kapitalumschlag	83,3	116,1	130,0	173,3	195,5
Umschlag des eingesetzten Kapitals	1,8	1,8	2,0	2,0	1,9
Kapitalverzinsung					
ROCE (%)	-76,2%	3,7%	-4,9%	6,8%	10,8%
EBITDA / Durchschn. Capital Employed (%)	-13,9%	6,3%	-2,9%	8,6%	12,4%
ROE (%)	-161,6%	9,7%	-2,9%	8,7%	12,0%
ROIC (%)	-134,9%	8,5%	-1,3%	8,0%	11,2%
Solvenz					
Nettoverschuldung zum Jahresende	-11.141	-7.929	-9.145	-11.563	-14.894
Net Gearing (%)	-52,5%	-30,8%	-35,7%	-40,7%	-46,1%
Zinstragende Verbindlichkeiten / Eigenkapital (%)	19,2%	12,7%	7,8%	6,7%	5,4%
Current Ratio	2,0	1,8	2,4	2,6	2,8
Acid Test Ratio	2,0	1,8	2,4	2,6	2,8
Kapitalfluss					
Free Cash Flow (Mio. EUR)	-242	-254	-728	2.418	4.335
Free Cash Flow / Umsatz (%)	-0,5%	-0,5%	-1,3%	4,0%	6,7%
Adj. Free Cash Flow (Mio. EUR)	-5.971	1.507	-1.029	2.339	3.850
Adj. Free Cash Flow / Umsatz (%)	-12,7%	2,9%	-1,8%	3,9%	5,9%
Free Cash Flow / Jahresüberschuss (%)	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
Zinsertrag / durschschn. Liquide Mittel (%)	9,3%	10,3%	8,9%	9,3%	9,3%
Zinsaufwand / durchschn. zinstragende Verbindl. (%)	8,1%	1,4%	1,5%	3,1%	4,4%
Dividend Payout Ratio (%)	0,0%	41,8%	100,0%	40,8%	38,7%
Mittelverwendung					
Sachanlageinvestitionen / Umsatz (%)	-18,9%	-6,5%	6,1%	-0,8%	-0,7%
Erhaltungsinvestitionen / Umsatz (%)	45,3%	0,6%	0,4%	0,5%	0,4%
Capex / Abschreibungen (%)	-38,6%	-474,4%	611,0%	-83,3%	-91,3%
Durchschn. Working Capital / Umsatz (%)	2,9%	1,3%	2,9%	2,9%	2,5%
Verbindlichkeiten LuL / Forderungen LuL (%)	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Inventory processing period (Tage)	n.m.	n.m.	n.m.	n.m.	n.m.
Receivables collection period (Tage)	50	57	49	51	50
Payables payment period (Tage)	52	45	38	40	42
Cash Conversion Cycle (Tage)	n.m.	n.m.	n.m.	n.m.	n.m.
WC/EV	0,0	0,1	0,1	0,1	0,1

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

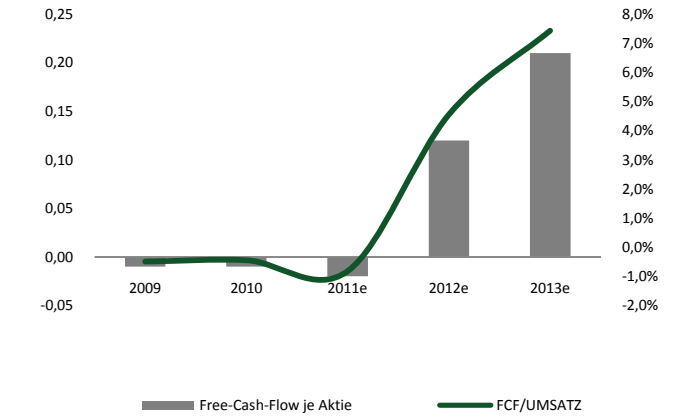
Umsatzentwicklung



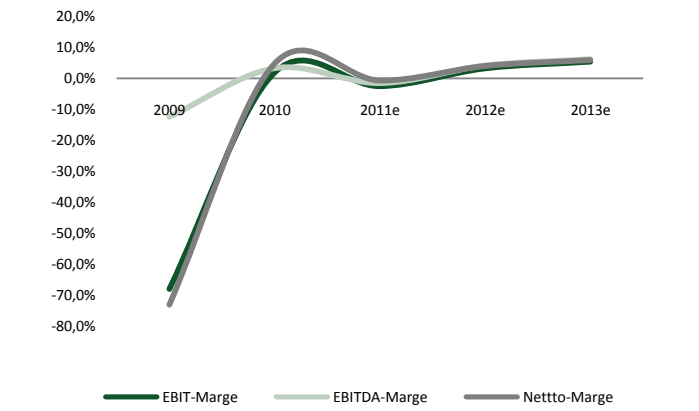
Ergebnisentwicklung



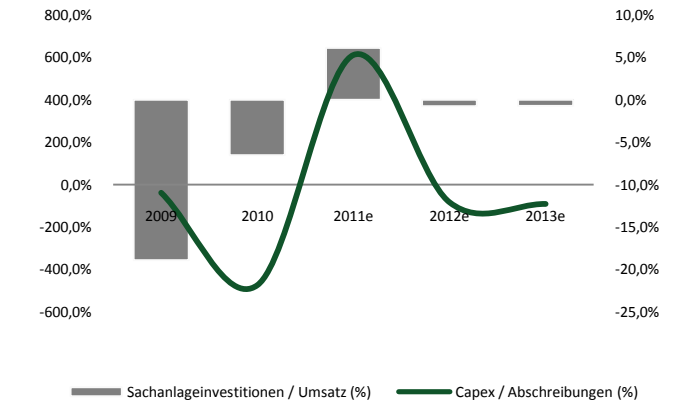
Free-Cash-Flow Entwicklung



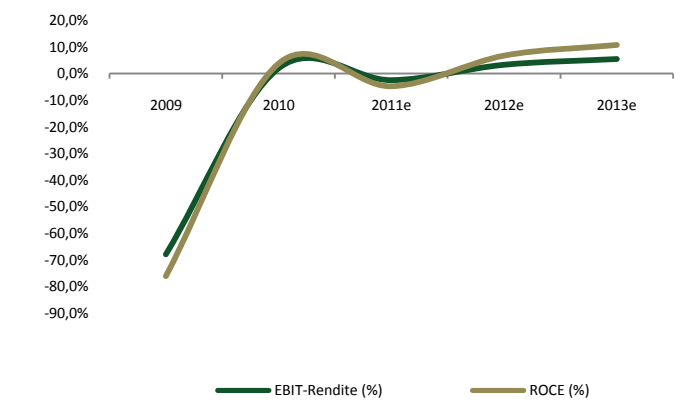
Margenentwicklung



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 Meinungsaussagen 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 berechtigte Personen oder freigestellte Personen im Sinne des Financial Services Act 1986 oder eines auf seiner Grundlage erfolgten Beschlusses sind, oder an Personen, die in Artikel 11 (3) des Financial Act 1986 (Investments Advertisements) (Exemptions) Order 1996 (in der jeweils geltenden Fassung) beschrieben sind, und es ist nicht beabsichtigt, dass sie direkt oder indirekt an einen anderen Kreis von Personen weiter-geleitet werden. Weder das Dokument noch eine Kopie davon darf in die Vereinigten Staaten von Amerika, Kanada, Japan oder in deren Territorien oder Besitzungen gebracht, übertragen oder verteilt werden.

Erklärung gemäß § 34b WpHG und FinAnV über mögliche Interessenkonflikte (Stand: 19.07.2011):
Montega AG hat mit diesem Unternehmen eine Vereinbarung über die Erstellung einer Finanzanalyse getroffen. Die Finanzanalyse wurde dem Emittenten vor ihrer Veröffentlichung zugänglich gemacht.

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: 19.07.2011):
Die Aktualisierung der vorliegenden Publikation erfolgt bei Anlässen, die nach Einschätzung von Montega kursrelevant sein können. Auf das Einstellen der regelmäßigen Kommentierung von Anlässen im Zusammenhang mit dem Emittenten (Coverage) wird vorab hingewiesen.

Wesentliche Grundlagen und Maßstäbe der im Dokument enthaltenen Werturteile:
Die Bewertungen, die den Anlageurteilen der Montega AG zugrunde liegen, stützen sich auf allgemein anerkannte und weit verbreitete Methoden der fundamentalen Analyse, wie das DCF-Modell, Peer-Group-Vergleiche, gegebenenfalls auf ein Sum-of-the-parts-Modell.

Bedeutung des Anlageurteils:

Kaufen: Nach Auffassung des Analysten der Montega AG steigt der Aktienkurs innerhalb der kommenden zwölf Monate, sofern textlich nicht ein anderer Zeithorizont explizit genannt wird.

Halten: Nach Auffassung des Analysten der Montega AG bleibt der Aktienkurs innerhalb der kommenden zwölf Monate stabil, sofern textlich nicht ein anderer Zeithorizont explizit genannt wird.

Verkaufen: Nach Auffassung des Analysten der Montega AG fällt der Aktienkurs innerhalb der kommenden zwölf Monate, sofern textlich nicht ein anderer Zeithorizont explizit genannt wird.

Zuständige Aufsichtsbehörde:

Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht
Lurgiallee 12

60439 Frankfurt

Kurs- und Empfehlungs-Historie

Empfehlung	Datum	Kursziel	Potenzial
Ersteinschätzung (Kaufen)	02.08.2010	2,65	58%
Kaufen	12.08.2010	2,65	57%
Kaufen	15.10.2010	2,70	32%
Kaufen	30.11.2010	2,70	60%
Kaufen	16.02.2011	2,70	41%
Kaufen	05.04.2011	2,70	60%
Kaufen	18.04.2011	2,50	41%
Kaufen	19.07.2011	2,30	43%