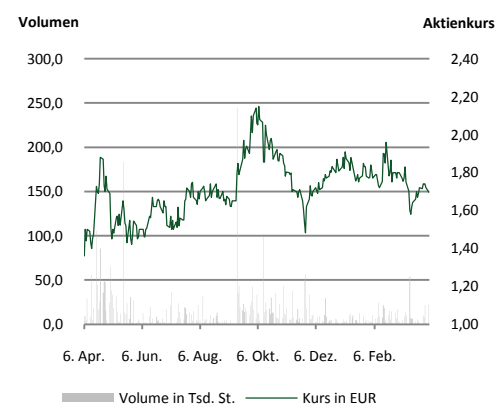


Empfehlung: Kaufen**Kursziel:** 2,70 Euro**Kurspotenzial:** +60 Prozent**Aktiendaten**

Kurs (Schlusskurs Vortag)	1,69 Euro (Xetra)
Aktienanzahl (in Mio.)	23,0
Marktkap. (in Mio. Euro)	38,9
Enterprise Value (in Mio. Euro)	22,1
Ticker	APM
ISIN	NL0000238145

Kurzprofil

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

**Kursperformance**

52 Wochen-Hoch (in Euro)	2,20
52 Wochen-Tief (in Euro)	0,98
1 Monat	-6,1%
3 Monate	-7,2%

Aktionärsstruktur

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

Analyst

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

Termine

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

Publikation

Comment	05. April 2011
---------	----------------

Starke Zahlen – Sonderausschüttung angekündigt

Vergangene Woche hat ad pepper die endgültigen Zahlen sowie den Geschäftsbericht 2010 veröffentlicht. Die bereits berichteten Eckdaten vom 15.02.2011 wurden bestätigt.

Die folgende Tabelle zeigt die Entwicklung der wichtigsten Kennzahlen:

	2010	2009
Angaben in Mio. EUR		
Umsatz	51,7	46,9
EBIT	1,0	-32,0
Nettoergebnis	2,5	-34,3
Liquide Mittel	22,9	22,6

Quelle: Unternehmen

Das Nettoergebnis lag leicht unter unseren Erwartungen. Der Grund hierfür sind die Steuerbelastungen bedingt durch ein starkes Schlussquartal von ad agents und der Tochtergesellschaften in Spanien (hier können keine Verlustvorträge genutzt werden).

Liquide Mittel erneut angestiegen

Positiv entwickelt sich weiterhin die Liquiditätssituation des Unternehmens. ad pepper hat aktuell keine Bankverbindlichkeiten, die liquiden Mittel (inkl. Wertpapiere) beliefen sich per Ende 2010 trotz eines deutlichen Aufbaus von Working Capital (Forderungen +1,7 Mio. Euro gegenüber Q3/2001) auf 22,9 Mio. Euro (entspricht 1 Euro je Aktie).

Sonderausschüttung - Q1 tendenziell schwächer

ad pepper hat heute angekündigt, der Hauptversammlung am 17.05.2011 die Ausschüttung einer Sonderdividende in Höhe von 0,05 Euro (insgesamt rund 1 Mio. Euro) vorzuschlagen. Bezogen auf das aktuelle Kursniveau entspricht dies einer Dividendenrendite von rund 3%.

(weiter auf der nächsten Seite)

	2009	2010	2011e	2012e	2013e
Kennzahlen je Aktie in EUR, andere Angaben in Mio. EUR, Kurs: 1,69					
Umsatz	46,9	51,7	56,1	60,6	65,0
EBITDA	-5,8	1,7	2,7	3,6	3,9
<i>EBITDA-Marge</i>	<i>-12,4%</i>	<i>3,3%</i>	<i>4,8%</i>	<i>5,9%</i>	<i>6,0%</i>
EBIT	-32,0	1,0	2,3	3,2	3,6
<i>EBIT-Marge</i>	<i>-68,1%</i>	<i>2,0%</i>	<i>4,1%</i>	<i>5,3%</i>	<i>5,5%</i>
Nettoergebnis	-34,3	2,5	2,3	3,1	3,6
<i>Nettoergebnis-Marge</i>	<i>-73,2%</i>	<i>4,8%</i>	<i>4,2%</i>	<i>5,2%</i>	<i>5,6%</i>
Ergebnis je Aktie	-1,61	0,11	0,11	0,15	0,17
EPS nach Minorities	-1,52	0,11	0,09	0,13	0,15
Dividende je Aktie	0,00	0,05	0,00	0,00	0,00
<i>Dividendenrendite</i>	<i>0,0%</i>	<i>3,0%</i>	<i>0,0%</i>	<i>0,0%</i>	<i>0,0%</i>
EV/Umsatz	0,5	0,4	0,4	0,4	0,3
EV/EBITDA	n.m.	12,9	8,2	6,2	5,7
EV/EBIT	n.m.	22,0	9,7	7,0	6,2
KGV	n.m.	15,36	15,4	11,3	9,9
ROCE	-76,2%	3,7%	7,6%	10,1%	10,5%

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

Gleichzeitig wurden Angaben zur Höhe der liquiden Mittel gemacht, die sich nach Ausschüttung auf rund 20 Mio. Euro belaufen sollen. Berücksichtigt man den Liquiditätsbestand per Ende 2010 (22,9 Mio. Euro) sind die liquiden Mittel in Q1 um knapp 2 Mio. Euro gesunken. Dies dürfte auf einen oder mehrere der folgenden Faktoren zurückzuführen sein:

- Einen mäßigen operativer Geschäftsverlauf in Q1/2011
- Bonuszahlungen für 2010, die in Q1/2011 ausgezahlt wurden
- Einen weiterhin hohen Working Capital-Bestand (üblicherweise geht dieser in Q1 zurück).

2011: Weiter auf Wachstumskurs

Neben dem allgemeinen Marktwachstum (+16% Wachstum Online-Werbung; Quelle: OVK) dürfen die **USA auch in 2011 erneut einer der Wachstumstreiber** sein. In dieser Region konnte ad pepper 2010 einen Umsatz in Höhe 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 (stagnierende Umsatzentwicklung) in diesem Segment ab. Die Diskrepanz dürfte dabei vor allem auf die **unterschiedlichen Marktgegebenheiten** zurückzuführen sein: Die USA ist 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) hier an, was den großen Erfolg in den USA erklärt. Auch in Europa dürften diese Themen zukünftig an Bedeutung gewinnen.

Entwicklung der Segmente

Die Ertragssituation hat sich in 2010 signifikant verbessert. Die folgende Tabelle zeigt die Aufteilung von Umsatz und EBIT auf die einzelnen Segmente:

Angaben in Mio. EUR			
	ad pepper media	Webgains	ad agents
2010			
Umsatz	28,6	16,3	6,8
EBIT	1,9	-0,4	0,9
2009			
Umsatz	28,8	12,7	5,4
EBIT	-21,9	-4,6	0,0

Quelle: Unternehmen

webgains hat trotz der positiven Umsatzentwicklung in 2010 ein leichtes Minus „erwirtschaftet“. Dieses ist auf die weitere internationale Ausbreitung des Affiliate-Netzwerks (verfügbar in Großbritannien, Deutschland, Frankreich, den Niederlanden,

sowie Schweden, Dänemark, Irland (neu), Spanien und den USA) zurückzuführen. In 2011 sollte auch dieses Segment ein positives operatives Ergebnis erzielen können.

Fazit: Positiver Newsflow sollte Kurspotenzial freisetzen

ad pepper ist sowohl bezogen die günstigen Multiplikatoren (cash-bereinigtes KGV von 7,6 für 2011) als auch bei Betrachtung der werthaltigen Beteiligungen (Webgains, BAT, Globase; teils auf Buchwerte abgeschrieben; siehe hierzu auch Publikation vom 30.11.2010) **deutlich unterbewertet**. Thematisch dürfte 2011 von der weiterhin positiven Geschäftsentwicklung sowie möglichen M&A-Aktivitäten geprägt sein. Insbesondere etwaige Beteiligungsverkäufe könnten ein Katalysator für den Aktienkurs sein. Wie bekräftigen unsere Empfehlung („Kaufen“) bei einem unveränderten Kursziel von 2,70 Euro.

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	30,0	32,3	34,4
Vertriebskosten	16,3	15,4	15,9	16,4	17,5
Verwaltungsaufwendungen	10,5	9,1	9,3	9,7	10,3
Sonstige betriebliche Aufwendungen	3,5	1,2	1,2	1,3	1,4
Sonstige betriebliche Erträge	1,2	3,3	2,5	2,4	2,3
EBITDA	-5,8	1,7	2,7	3,6	3,9
Abschreibungen auf Sachanlagen	0,4	0,3	0,2	0,2	0,2
EBITA	-9,4	1,4	2,5	3,4	3,7
Amortisation immaterielle Vermögensgegenstände	1,7	0,4	0,3	0,2	0,2
Impairment Charges und Amortisation Goodwill	20,8	0,0	0,0	0,0	0,0
EBIT	-32,0	1,0	2,3	3,2	3,6
Zinsertrag	1,6	1,4	0,8	0,9	1,1
Zinsaufwendungen	0,3	0,1	0,1	0,1	0,1
Finanzergebnis	-1,8	2,0	0,7	0,8	1,0
Ergebnis der gewöhnlichen Geschäftstätigkeit	-33,8	3,1	2,9	3,9	4,5
Außerordentliches Ergebnis	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
EBT	-33,8	3,1	2,9	3,9	4,5
EE-Steuern	0,6	0,6	0,6	0,8	0,9
Jahresüberschuss nach Anteilen Dritter	-34,3	2,2	2,0	2,8	3,3

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%	53,4%	53,4%	53,0%
Vertriebskosten	34,8%	29,8%	28,3%	27,1%	27,0%
Sonstige betriebliche Aufwendungen	7,4%	2,2%	2,2%	2,2%	2,2%
Sonstige betriebliche Erträge	2,6%	6,3%	4,5%	3,9%	3,5%
EBITDA	-12,4%	3,3%	4,8%	5,9%	6,0%
Abschreibungen auf Sachanlagen	1,0%	0,6%	0,3%	0,3%	0,3%
EBITA	-20,1%	2,7%	4,5%	5,6%	5,7%
Amortisation immaterielle Vermögensgegenstände	3,7%	0,7%	0,5%	0,3%	0,2%
Impairment Charges und Amortisation Goodwill	44,3%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
EBIT	-68,1%	2,0%	4,1%	5,3%	5,5%
Zinsertrag	3,4%	2,6%	1,3%	1,4%	1,6%
Zinsaufwendungen	0,6%	0,1%	0,2%	0,2%	0,2%
Finanzergebnis	-3,9%	4,0%	1,2%	1,2%	1,5%
Ergebnis der gewöhnlichen Geschäftstätigkeit	-72,0%	5,9%	5,2%	6,5%	7,0%
Außerordentliches Ergebnis	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
EBT	-72,0%	5,9%	5,2%	6,5%	7,0%
EE-Steuern	1,2%	1,1%	1,0%	1,3%	1,4%
Jahresüberschuss nach Anteilen Dritter	-73,2%	4,3%	3,6%	4,6%	5,0%

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

Bilanz (in Mio. EUR) ad pepper media International N.V.	2009	2010	2011e	2012e	2013e
AKTIVA					
Immaterielle Vermögensgegenstände	0,8	0,5	0,4	0,3	0,3
Sachanlagen	0,6	0,4	0,6	0,6	0,6
Finanzanlagen	8,4	15,8	15,0	14,0	14,0
Anlagevermögen	9,8	16,8	15,9	14,9	14,9
Forderungen und sonstige Vermögensgegenstände	7,0	9,0	9,6	9,8	9,9
Liquide Mittel	15,2	11,2	12,2	15,2	18,7
Umlaufvermögen	23,0	20,8	22,7	25,8	29,4
Bilanzsumme	32,8	37,5	38,7	40,6	44,3
PASSIVA					
Eigenkapital	21,2	25,7	27,4	29,7	33,3
Anteile Dritter	0,1	0,4	0,4	0,4	0,4
Rückstellungen	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Zinstragende Verbindlichkeiten	4,1	3,3	2,8	2,4	2,0
Sonstige Verbindlichkeiten	7,4	8,2	8,1	8,2	8,7
Verbindlichkeiten	11,5	11,4	10,9	10,6	10,7
Bilanzsumme	32,8	37,5	38,7	40,6	44,3

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%	0,9%	0,7%	0,6%
Sachanlagen	1,7%	1,2%	1,5%	1,5%	1,4%
Finanzanlagen	25,7%	42,2%	38,8%	34,4%	31,6%
Anlagevermögen	29,9%	44,7%	41,2%	36,6%	33,6%
Forderungen und sonstige Vermögensgegenstände	21,3%	24,0%	24,8%	24,1%	22,5%
Liquide Mittel	46,4%	29,9%	31,6%	37,5%	42,3%
Umlaufvermögen	70,1%	55,3%	58,8%	63,4%	66,4%
Bilanzsumme	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%
PASSIVA					
Eigenkapital	64,7%	68,6%	70,8%	73,0%	75,1%
Anteile Dritter	0,3%	1,0%	1,0%	0,9%	0,8%
Rückstellungen	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Zinstragende Verbindlichkeiten	12,4%	8,7%	7,2%	5,9%	4,5%
Sonstige Verbindlichkeiten	22,5%	21,7%	21,0%	20,2%	19,5%
Verbindlichkeiten	35,0%	30,5%	28,2%	26,1%	24,1%
Bilanzsumme	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%

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

DCF Modell

Angaben in Mio. EUR	2011e	2012e	2013e	2014e	2015e	2016e	2017e	Terminal Value
Umsatz	56,1	60,6	65,0	69,5	74,2	79,1	82,2	84,3
<i>Veränderung</i>	8,6%	8,0%	7,2%	7,0%	6,8%	6,5%	4,0%	2,5%
EBIT	2,3	3,2	3,6	4,0	4,7	5,2	5,5	5,1
<i>EBIT-Marge</i>	4,1%	5,3%	5,5%	5,8%	6,3%	6,6%	6,7%	6,0%
NOPAT	1,8	2,5	2,9	3,2	3,7	4,2	4,4	4,0
Abschreibungen	0,4	0,4	0,3	0,3	0,4	0,4	0,4	0,4
<i>in % vom Umsatz</i>	0,8%	0,6%	0,5%	0,5%	0,6%	0,6%	0,5%	0,5%
Liquiditätsveränderung								
- Working Capital	0,2	0,2	0,3	0,1	-0,1	-0,1	-0,1	0,0
- Investitionen	-0,4	-0,4	-0,3	-0,4	-0,5	-0,5	-0,5	-0,5
<i>Investitionsquote</i>	0,8%	0,6%	0,5%	0,6%	0,7%	0,6%	0,7%	0,6%
Übriges	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Free Cash Flow (WACC-Modell)	2,0	2,8	3,1	3,2	3,5	4,0	4,2	3,9
WACC	9,8%	9,8%	9,8%	9,8%	9,8%	9,8%	9,8%	9,8%
Present Value	1,9	2,4	2,4	2,3	2,3	2,4	2,2	26,5
Kumuliert	1,9	4,3	6,7	9,1	11,3	13,7	16,0	42,5

Wertermittlung (Mio. EUR)

Total present value (Tpv)	42,5
Terminal Value	26,5
Anteil vom Tpv-Wert	62%
Verbindlichkeiten	3,5
Liquide Mittel	23,0
Eigenkapitalwert	62,0

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	3,50%
Beta	1,40
WACC	9,76%
ewiges Wachstum	2,50%

Quelle: Montega

Annahmen: Umsatzwachstumsraten und Margenerwartungen

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

Sensitivität Wert je Aktie (EUR) ewiges Wachstum

WACC	1,75%	2,25%	2,50%	2,75%	3,25%
10,26%	2,39	2,44	2,46	2,49	2,56
10,01%	2,48	2,54	2,57	2,61	2,68
9,76%	2,59	2,66	2,70	2,74	2,83
9,51%	2,71	2,79	2,84	2,89	3,00
9,26%	2,85	2,95	3,00	3,06	3,20

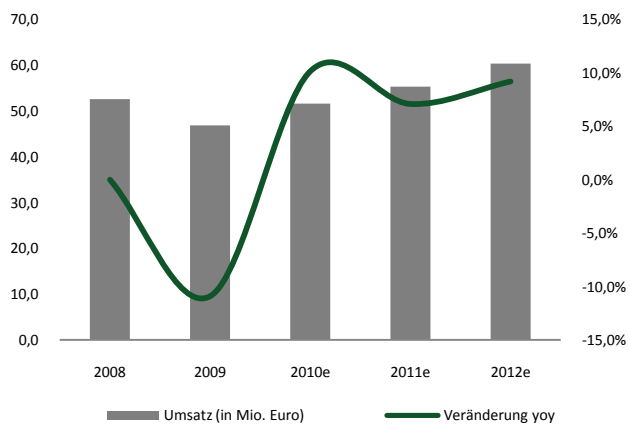
Sensitivität Wert je Aktie (EUR) EBIT-Marge ab 2018e

WACC	5,50%	5,75%	6,00%	6,25%	6,50%
10,26%	2,38	2,42	2,46	2,51	2,55
10,01%	2,48	2,53	2,57	2,62	2,66
9,76%	2,60	2,65	2,70	2,75	2,79
9,51%	2,66	2,71	2,76	2,82	2,87
9,26%	2,73	2,78	2,84	2,89	2,95

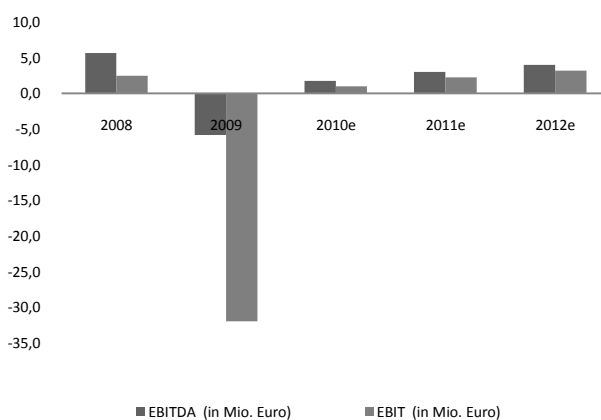
Kapitalflussrechnung (in Mio. EUR) ad pepper media International N.V.	2009	2010	2011e	2012e	2013e
Jahresüberschuss/ -fehlbetrag	-34,3	2,5	2,3	3,1	3,6
Abschreibung Anlagevermögen	0,4	0,3	0,2	0,2	0,2
Amortisation Goodwill	20,8	0,0	0,0	0,0	0,0
Amortisation immaterielle Vermögensgegenstände	1,7	0,4	0,3	0,2	0,2
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	2,8	3,5	3,9
Veränderung Vorräte	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Veränderung Forderungen aus L+L	2,4	-1,6	-0,3	-0,2	-0,1
Veränderung Verb. aus L+L + erh. Anzahlungen	-0,8	-0,3	0,5	0,4	0,3
Veränderung sonstige Working Capital Posten	1,8	0,0	0,0	0,0	0,0
Veränderung Working Capital	3,4	-1,9	0,2	0,2	0,3
Cash Flow aus operativer Tätigkeit	0,3	0,0	3,0	3,8	4,2
CAPEX	-0,5	-0,3	-0,4	-0,4	-0,3
Zugänge aus Akquisitionen	0,0	-0,4	0,0	0,0	0,0
Finanzanlageninvestitionen	-8,4	-3,1	0,0	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	-0,4	-0,4	-0,3
Dividendenzahlung	0,0	0,0	-1,0	0,0	0,0
Veränderung Finanzverbindlichkeiten	0,0	0,0	-0,5	-0,4	-0,4
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	-1,5	-0,4	-0,4
Effekte aus Wechselkursänderungen	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Veränderung liquide Mittel	7,7	-3,7	1,0	3,0	3,5
Endbestand liquide Mittel	13,5	9,8	10,8	13,8	17,3

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

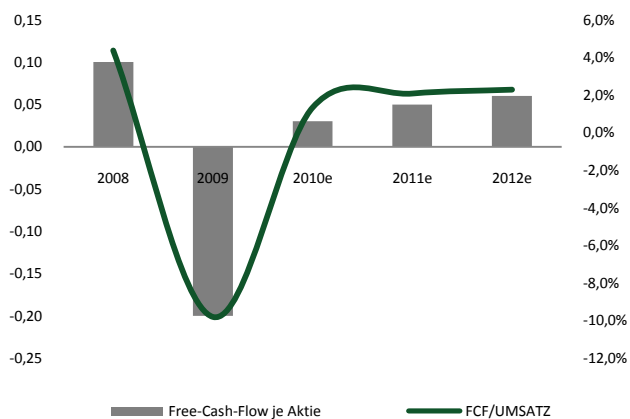
Umsatzentwicklung



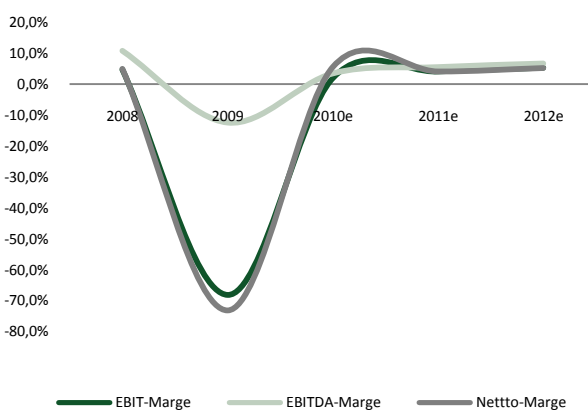
Ergebnisentwicklung



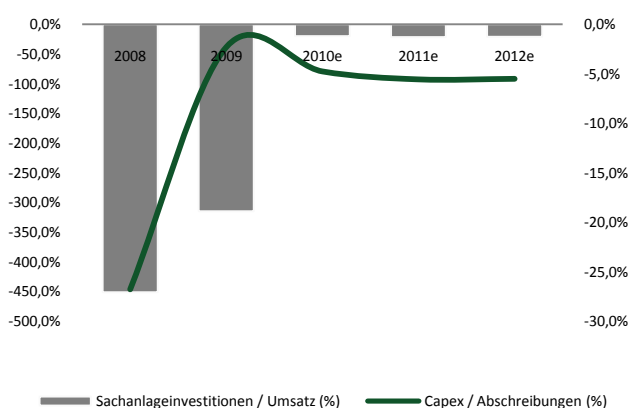
Free-Cash-Flow Entwicklung



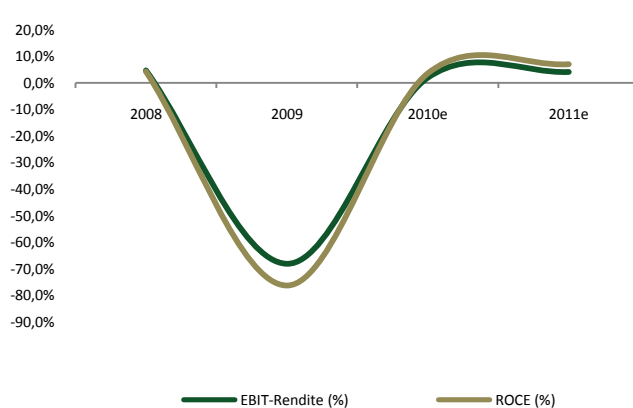
Margenentwicklung



Investitionen



EBIT-Rendite / ROCE



DISCLAIMER

Dieses Dokument stellt weder ein Angebot noch eine Aufforderung zu einem Kauf oder einem Verkauf irgendwelches Wertpapiers dar. Es dient ausschließlich zu Informationszwecken. Dieses Dokument enthält lediglich eine unverbindliche Meinungsäußerung zu den angesprochenen Anlageinstrumenten und den Marktverhältnissen zum Zeitpunkt der Veröffentlichung des Dokuments. Aufgrund des Inhalts, der der allgemeinen Information dient, ersetzt dieses Dokument bei Anlageentscheidungen nicht die persönliche anleger- und objektgerechte Beratung und vermittelt nicht die für eine Anlageentscheidung grundlegenden Informationen, die in anderen Quellen, insbesondere in ordnungsgemäß genehmigten Prospekten, formuliert sind.

Alle in diesem Dokument verwendeten Daten und die getroffenen Aussagen basieren auf Quellen, die wir für zuverlässig halten. Wir übernehmen jedoch keine Gewähr für deren Richtigkeit oder für deren Vollständigkeit. Enthaltene Meinungsäußerungen geben die persönliche Einschätzung des Autors zu einem bestimmten Zeitpunkt wieder. Diese Meinungen können jederzeit und ohne Ankündigung geändert werden. Eine Haftung des Analysten oder der ihn beauftragenden Institutionen sowohl für direkte als auch für indirekte Schäden ist ausgeschlossen. Dieser vertrauliche Bericht wird nur einem begrenzten Empfängerkreis zugänglich gemacht. Eine Weitergabe oder Verteilung an Dritte ist nur mit Genehmigung durch Montega zulässig. Alle gültigen Kapitalmarktregeln, die Erstellung, Inhalt und Vertrieb von Research in den verschiedenen nationalen Rechtsgebieten betreffen, sind anzuwenden und sowohl vom Lieferanten als auch vom Empfänger einzuhalten.

Verbreitung im Vereinigten Königreich: Das Dokument ist nur zur Verteilung an Personen bestimmt, die berechnete Personen oder freigestellte Personen im Sinne des Financial Services Act 1986 oder eines auf seiner Grundlage erfolgten Beschlusses sind, oder an Personen, die in Artikel 11 (3) des Financial Act 1986 (Investments Advertisements) (Exemptions) Order 1996 (in der jeweils geltenden Fassung) beschrieben sind, und es ist nicht beabsichtigt, dass sie direkt oder indirekt an einen anderen Kreis von Personen 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: 05.04.2011):

Montega AG hat mit diesem Unternehmen eine Vereinbarung über die Erstellung einer Finanzanalyse getroffen. Die Finanzanalyse wurde dem Emittenten vor ihrer Veröffentlichung zugänglich gemacht 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: 05.04.2011):

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

Wesentliche Grundlagen und Maßstäbe der im Dokument enthaltenen Werturteile:

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

Bedeutung des Anlageurteils:

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

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

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

Zuständige Aufsichtsbehörde:

Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht
Lurgiallee 12

60439 Frankfurt

Kurs- und Empfehlungs- Historie

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