

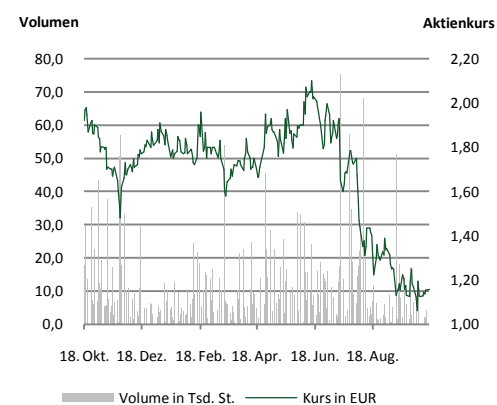
mpfehlung:	Kaufen
Kursziel:	2,25 Euro
Kurspotenzial:	+97 Prozent

Aktiendaten

Kurs (Schlusskurs Vortag)	1,14 Euro (Xetra)
Aktienanzahl (in Mio.)	23,0
Marktkap. (in Mio. Euro)	26,2
Enterprise Value (in Mio. Euro)	9,9
Ticker	APM
ISIN	NL0000238145

Kurzprofil

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

**Kursperformance**

52 Wochen-Hoch (in Euro)	2,10
52 Wochen-Tief (in Euro)	1,00
1 Monat	0,5%
3 Monate	-29,0%

Aktionärsstruktur

Streubesitz	46,73%
Electronic Media Advert.	41,25%
Eigene Aktien	7,65%
Ulrich Schmidt	4,37%

Analyst

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

Termine

Bericht Q3 2011	09. November 2011
Jahresabschluss 2011	30. März 2012

Publikation

Comment	17. Oktober 2011
---------	------------------

Ergebnisentwicklung in den ersten neun Monaten 2011 schwach - starkes Schlussquartal erwartet

ad pepper media hat heute die vorläufigen Zahlen für die ersten neun Monate 2011 berichtet. Der Umsatz konnte gegenüber dem Vergleichszeitraum des Vorjahres um 7% gesteigert werden. Die wichtigsten Eckdaten sind in der folgenden Tabelle dargestellt:

	9M/2011	9M/2010
Angaben in Mio. EUR		
Umsatz	39,7	37,1
EBITDA	-2,5	1,1
EBIT	-2,8	0,5
Nettoergebnis	-2,7	2,5
Liquide Mittel	16,4	23,1

Quelle: Unternehmen

Die unbefriedigende Ergebnisentwicklung ist vor allem auf das schwache erste Halbjahr zurückzuführen (EBIT H1 2011: -2,3 Mio. Euro). Im dritten Quartal 2011 war bereits eine deutliche Verbesserung zu erkennen, das operative Ergebnis betrug -560 Tsd. Euro. Insgesamt blieb die Entwicklung jedoch hinter den Erwartungen zurück, was vor allem auf die folgenden Faktoren zurückzuführen ist:

- Die rückläufige Entwicklung im Kernsegment ad pepper media (der Umsatz dürfte hier yoy um ca. 10% gesunken sein; Bruttomarge beträgt rund 50%).
- Das starke Wachstum in den Segmenten Webgains und ad agents (yoy-Wachstum von 18% bzw. 28%; Bruttomarge in diesen Segmenten beträgt rund 30%).
- Die deutliche Erhöhung der Mitarbeiterzahl im Technologiebereich (getrieben durch die Entwicklung der Real Time Bidding Plattform).

Prognosen leicht gesenkt

Das Schlussquartal ist bedingt durch das Weihnachtsgeschäft traditionell stark. ad pepper sollte ein deutlich positives Ergebnis erzielen können. Dennoch haben wir unsere Schätzungen aufgrund der schwächeren Entwicklung in den ersten neun Monaten ergebnisseitig reduziert. Für Q4 gehen wir nunmehr von einem EBIT in Höhe von ca. 1 Mio. Euro aus. Die Prognoseanpassungen sind der folgenden Tabelle zu entnehmen:

(Tabelle siehe nächste Seite)

	2009	2010	2011e	2012e	2013e
Kennzahlen je Aktie in EUR, andere Angaben in Mio. EUR, Kurs: 1,14					
Umsatz	46,9	51,7	56,1	60,6	65,0
EBITDA	-5,8	1,7	-1,2	2,5	4,1
EBITDA-Marge	-12,4%	3,3%	-2,2%	4,2%	6,2%
EBIT	-32,0	1,0	-1,8	2,0	3,5
EBIT-Marge	-68,1%	2,0%	-3,2%	3,3%	5,4%
Nettoergebnis	-34,3	2,5	-1,4	2,5	3,9
Nettoergebnis-Marge	-73,2%	4,8%	-2,5%	4,1%	6,0%
Ergebnis je Aktie	-1,61	0,11	-0,07	0,12	0,18
EPS nach Minorities	-1,52	0,11	-0,09	0,09	0,16
Dividende je Aktie	0,00	0,05	0,00	0,05	0,07
Dividendenrendite	0,0%	4,4%	0,0%	4,4%	6,1%
EV/Umsatz	0,21	0,19	0,18	0,16	0,15
EV/EBITDA	n.m.	5,8	n.m.	3,9	2,4
EV/EBIT	n.m.	9,8	n.m.	5,0	2,8
KGV	n.m.	10,36	n.m.	9,5	6,3
ROCE	-76,2%	3,7%	-6,3%	6,9%	10,9%

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

	2011e	2012e	2013e
Angaben in Mio. Euro			
Umsatz (neu)	56,1	60,6	65,0
Umsatz (alt)	56,1	60,6	65,0
<i>delta in %</i>	0%	0%	0%
EBIT (neu)	-1,8	2,0	3,5
EBIT (alt)	-1,4	2,0	3,5
<i>delta in %</i>	-	0%	0%
Nettoergebnis (neu)	-1,4	2,5	3,9
Nettoergebnis(alt)	-0,7	2,5	3,9
<i>delta in %</i>	-	0%	0%
Quelle: Montega			

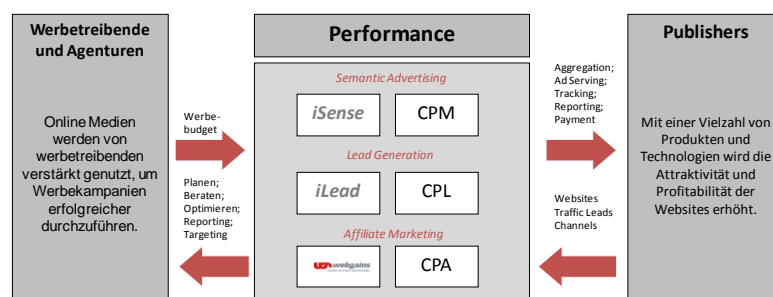
Aktienkurs zu 70% mit Cash/eigenen Aktien unterlegt: Derzeit wird ad pepper an der Börse mit rund 26 Mio. Euro bewertet. Die Marktkapitalisierung ist dabei zu 70% durch die Nettoliquidität (16,4 Mio. Euro) sowie die von ad pepper gehaltenen, eigenen Aktien (aktueller Marktwert: 2 Mio. Euro) unterlegt. Der EV beträgt unter 10 Mio. Euro für ein Unternehmen, das (1) zu den führenden Online-Werbevermarktern weltweit gehört, (2) über äußerst attraktive Beteiligungen verfügt (u.a. an SocialTyze, einem US-Werbevermarkter im Bereich von sozialen Netzwerken) und (3) in 2012 einen Umsatz von über 60 Mio. Euro sowie ein EBIT von ca. 2 Mio. Euro erzielen sollte.

Fazit: Sowohl die Sum-of-the-parts-Bewertung (Fair Value 53 Mio. Euro, siehe Studie vom 19.07.2011) als auch das DCF-Modell (2,25 Euro) signalisieren eine signifikante Unterbewertung der ad pepper-Aktie. Das Kursziel beträgt 2,25 Euro, womit die Aktie ein Upside-Potenzial von 97% bietet.

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, globebase sowie Emediate.

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

Unter dem Namen **SiteScreen** bietet ad pepper seinen Kunden ein einzigartiges Produkt im Bereich des Markenschutzes (Brand Protection), das ebenfalls auf der Technologie der semantischen Analyse von Websites basiert. SiteScreen ermöglicht es, unerwünschte Inhalte zu identifizieren und so zu verhindern, dass Werbeanzeigen auf Websites geschaltet werden, deren Inhalte der Marke des Werbetreibenden schaden könnten. Dazu hat ad pepper 18 Kategorien potenziell unerwünschter Inhalte erstellt (z.B. Adult, Alcohol, Bad

News, Extreme Views, Weapons etc.). Auf Grundlage dieser Kategorien werden den entsprechenden Websites spezifische SiteScreen Profile zugeordnet.

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

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

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

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

Segment Webgains

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

Segment ad agents

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

Management

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

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

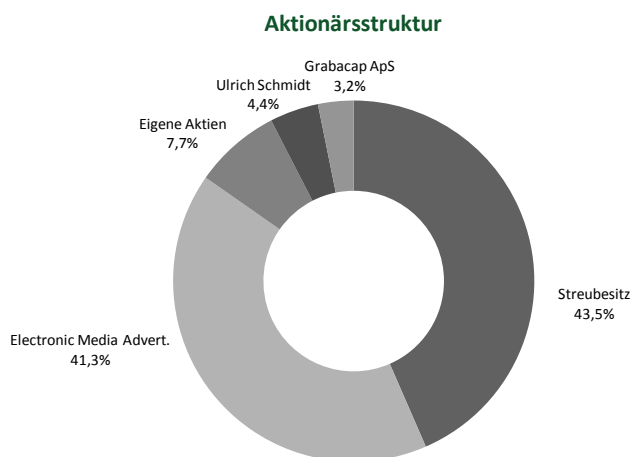
Jens Körner gehört dem Vorstand der ad pepper media International N.V. seit dem 01. November 2006 an. Er zeichnet verantwortlich für den gesamten Finanzbereich der Unternehmensgruppe. Zuvor war er Direktor bei der Investment Bank Sal. Oppenheim jr. & Cie. in Frankfurt. Dort war er insbesondere für innovative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

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

Aktionärsstruktur

ad pepper hat vier wesentliche Aktionäre (Anteil >3%). Größter Anteilseigner mit 41,25% ist seit dem IPO die Electronic Media Advertising (EMA B.V.). ad pepper hält 7,74% 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).



ANHANG

G&V (in Mio. EUR) #CIQINACTIVE	2009	2010	2011e	2012e	2013e
Umsatz	46,9	51,7	56,1	60,6	65,0
Umsatzkosten	25,9	28,2	32,0	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	-1,2	2,5	4,1
Abschreibungen auf Sachanlagen	0,4	0,3	0,2	0,3	0,3
EBITA	-9,4	1,4	-1,5	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	-1,8	2,0	3,5
Zinsertrag	1,6	1,4	0,9	1,2	1,4
Zinsaufwendungen	0,3	0,1	0,0	0,1	0,1
Finanzergebnis	-1,8	2,0	0,8	1,1	1,3
Ergebnis der gewöhnlichen Geschäftstätigkeit	-33,8	3,1	-1,0	3,1	4,9
Außerordentliches Ergebnis	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
EBT	-33,8	3,1	-1,0	3,1	4,9
EE-Steuern	0,6	0,6	0,4	0,6	1,0
Jahresüberschuss nach Anteilen Dritter	-34,3	2,2	-1,8	2,0	3,3

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

G&V (in % vom Umsatz) #CIQINACTIVE	2009	2010	2011e	2012e	2013e
Umsatzerlöse	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%
Umsatzkosten	55,3%	54,7%	57,0%	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%	-2,2%	4,2%	6,2%
Abschreibungen auf Sachanlagen	1,0%	0,6%	0,4%	0,5%	0,4%
EBITA	-20,1%	2,7%	-2,6%	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%	-3,2%	3,3%	5,4%
Zinsertrag	3,4%	2,6%	1,5%	1,9%	2,2%
Zinsaufwendungen	0,6%	0,1%	0,1%	0,1%	0,1%
Finanzergebnis	-3,9%	4,0%	1,4%	1,8%	2,0%
Ergebnis der gewöhnlichen Geschäftstätigkeit	-72,0%	5,9%	-1,8%	5,1%	7,5%
Außerordentliches Ergebnis	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
EBT	-72,0%	5,9%	-1,8%	5,1%	7,5%
EE-Steuern	1,2%	1,1%	0,7%	1,0%	1,5%
Jahresüberschuss nach Anteilen Dritter	-73,2%	4,3%	-3,3%	3,2%	5,1%

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

Bilanz (in Mio. EUR) #CIQINACTIVE	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	10,5	12,8	16,0
Umlaufvermögen	23,0	20,8	19,9	23,2	26,9
Bilanzsumme	32,8	37,5	33,9	37,4	42,1
PASSIVA					
Eigenkapital	21,2	25,7	24,9	27,8	31,6
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 Verbindlichkeiten	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	33,9	37,4	42,1

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

Bilanz (in % der Bilanzsumme) #CIQINACTIVE	2009	2010	2011e	2012e	2013e
AKTIVA					
Immaterielle Vermögensgegenstände	2,6%	1,3%	1,1%	1,0%	0,8%
Sachanlagen	1,7%	1,2%	1,3%	0,9%	0,8%
Finanzanlagen	25,7%	42,2%	39,0%	36,0%	34,5%
Anlagevermögen	29,9%	44,7%	41,4%	38,0%	36,1%
Forderungen und sonstige Vermögensgegenstände	21,3%	24,0%	25,4%	26,2%	24,5%
Liquide Mittel	46,4%	29,9%	30,9%	34,2%	38,0%
Umlaufvermögen	70,1%	55,3%	58,6%	62,0%	63,9%
Bilanzsumme	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%
PASSIVA					
Eigenkapital	64,7%	68,6%	73,5%	74,1%	75,2%
Anteile Dritter	0,3%	1,0%	1,3%	1,5%	1,5%
Rückstellungen	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Zinstragende Verbindlichkeiten	12,4%	8,7%	5,9%	5,1%	4,2%
Sonstige Verbindlichkeiten	22,5%	21,7%	19,3%	19,3%	19,1%
Verbindlichkeiten	35,0%	30,5%	25,2%	24,4%	23,2%
Bilanzsumme	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%

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

Kapitalflussrechnung (in Mio. EUR) #CIQINACTIVE	2009	2010	2011e	2012e	2013e
Jahresüberschuss/ -fehlbetrag	-34,3	2,5	-1,4	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	-0,8	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	-0,9	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	-0,7	2,3	3,2
Endbestand liquide Mittel	13,5	9,8	9,0	11,3	14,5

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	73,7	77,4	80,4	82,5
Veränderung	8,6%	8,0%	7,2%	7,0%	6,0%	5,0%	4,0%	2,5%
EBIT	-1,8	2,0	3,5	4,3	4,8	5,0	4,4	4,5
EBIT-Marge	-3,2%	3,3%	5,4%	6,2%	6,5%	6,5%	5,5%	5,5%
NOPAT	-2,1	1,6	2,8	3,5	3,8	4,0	3,5	3,6
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	-0,2	-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)	-2,9	1,5	3,3	3,4	3,5	3,8	3,3	3,6
WACC	9,8%	9,8%	9,8%	9,8%	9,8%	9,8%	9,8%	9,8%
Present Value	-2,9	1,4	2,7	2,5	2,4	2,3	1,8	25,3
Kumuliert	-2,9	-1,5	1,2	3,7	6,1	8,4	10,2	35,5

Wertermittlung (Mio. EUR)

Total present value (Tpv)	35,5
Terminal Value	25,3
Anteil vom Tpv-Wert	71%
Verbindlichkeiten	2,1
Liquide Mittel	18,4
Eigenkapitalwert	51,8

Aktienzahl (Mio.) 23,00

Wert je Aktie (EUR) 2,25**+Upside / -Downside 98%**

Aktienkurs (EUR) 1,14

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	6,6%
Langfristiges Umsatzwachstum	ab 2018	2,5%
EBIT-Marge (CAGR)	2011-2014	2,9%
EBIT-Marge (CAGR)	2011-2016	4,1%
Langfristige EBIT-Marge	ab 2018	5,5%

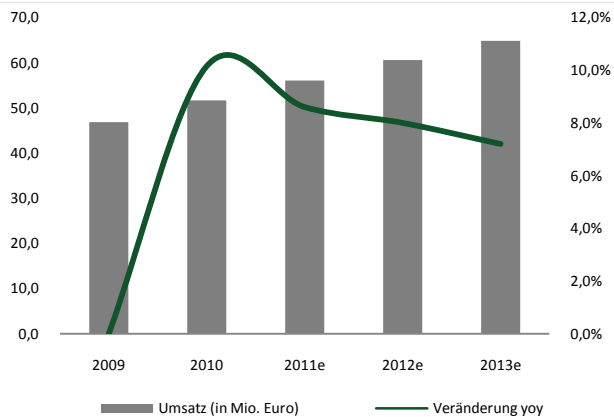
Sensitivität Wert je Aktie (EUR) ewiges Wachstum

WACC	1,75%	2,25%	2,50%	2,75%	3,25%
10,26%	1,96	2,01	2,04	2,07	2,13
10,01%	2,05	2,11	2,14	2,17	2,25
9,76%	2,15	2,22	2,25	2,29	2,38
9,51%	2,26	2,34	2,38	2,43	2,54
9,26%	2,39	2,48	2,53	2,59	2,72

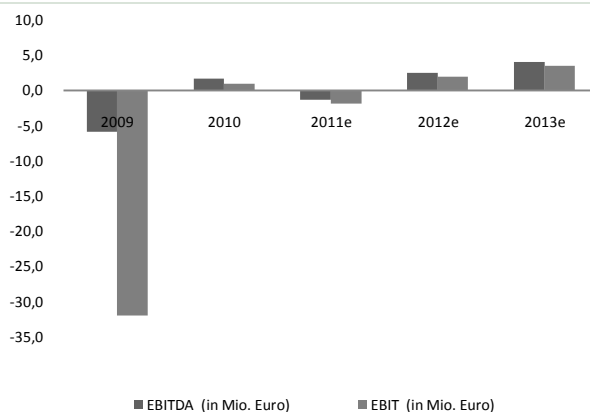
Sensitivität Wert je Aktie (EUR) EBIT-Marge ab 2018e

WACC	5,00%	5,25%	5,50%	5,75%	6,00%
10,26%	1,96	2,00	2,04	2,08	2,12
10,01%	2,05	2,09	2,14	2,19	2,23
9,76%	2,15	2,20	2,25	2,30	2,35
9,51%	2,21	2,26	2,32	2,37	2,42
9,26%	2,27	2,33	2,38	2,44	2,50

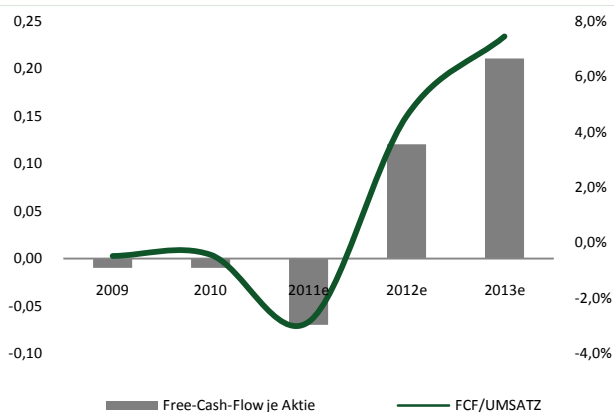
Umsatzentwicklung



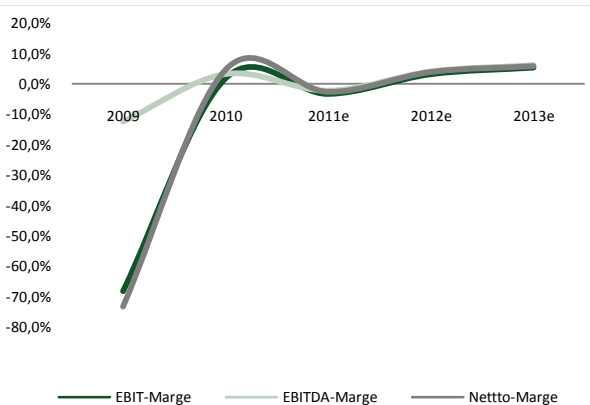
Ergebnisentwicklung



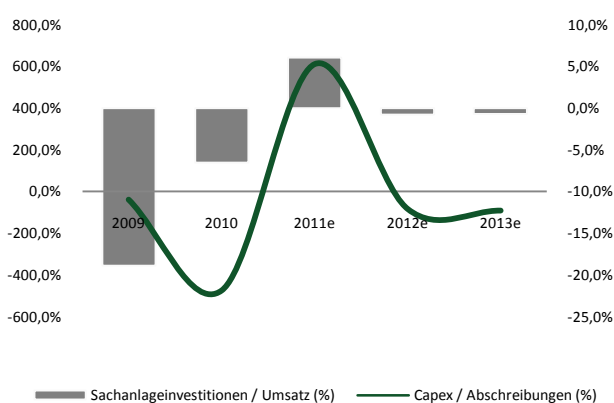
Free-Cash-Flow Entwicklung



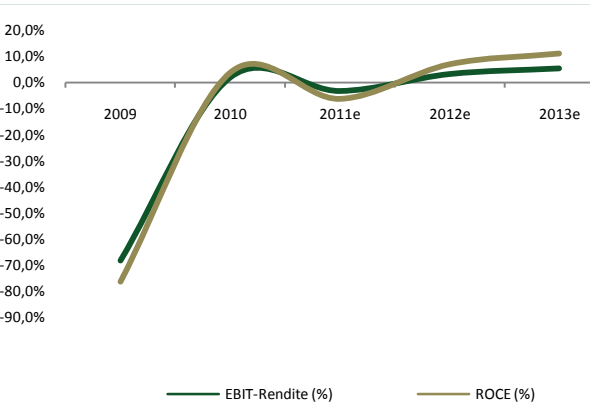
Margenentwicklung



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: 17.10.2011):

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: 17.10.2011):

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%
Kaufen	17.10.2011	2,25	97%
