

Empfehlung: Kaufen

Kursziel: 4,00 Euro

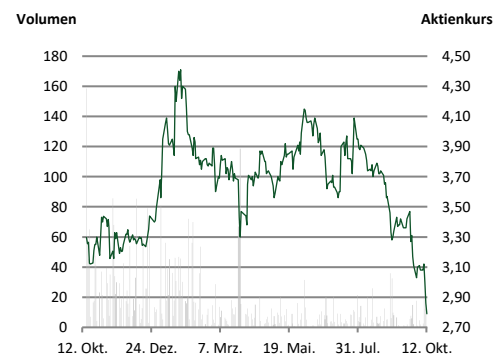
Kurspotenzial: +45 Prozent

Aktien­daten

KURS (Schlusskurs Vortag)	2,76 EURO (XETRA)
Aktienanzahl (in Mio.)	21,00
Marktkap. (in Mio. Euro)	58,0
Enterprise Value (in Mio. Euro)	38,6
Ticker	APM
ISIN	NL0000238145

Kursperformance

52 Wochen-Hoch (in Euro)	4,57
52 Wochen-Tief (in Euro)	2,66
3 M relativ zum CDAX	-18,8%
6 M relativ zum CDAX	-18,1%



Quelle: Capital IQ

Aktionärsstruktur

Streubesitz	40,0%
EMA B.V.	41,2%
Eigene Anteile	8,7%
Axxion S.A.	5,1%
Dieter Koppitz	3,0%
Euro Serve Media GmbH	2,0%

Termine

Q3 Bericht	15. November 2018
EKF	26.-28. November 2018

Prognoseanpassung

	2018e	2019e	2020e
Umsatz (alt)	40,7	48,0	55,9
Δ in %	-5,1%	-11,4%	-15,6%
EBIT (alt)	3,0	5,6	7,5
Δ in %	-45,1%	-39,7%	-37,7%
EPS (alt)	0,12	0,22	0,30
Δ in %	-50,0%	-40,9%	-36,7%

Analyst

Henrik Markmann
+49 40 41111 37 84
h.markmann@montega.de

Publikation

Comment 15. Oktober 2018

Schwächeres Neukundengeschäft führt zur Guidanceanpassung

ad pepper hat vergangenen Freitag vorläufige Q3-Zahlen veröffentlicht und die Guidance angepasst. Die wesentlichen Kennziffern sind der nachfolgenden Tabelle zu entnehmen.

ad pepper media Int. N.V.	Q3/18	Q3/17	9M/18	9M/17	yoy
Umsatz	9,5	8,5	27,6	23,3	+18,6%
EBITDA	0,3	0,5	0,9	1,0	-3,1%
EBT	0,2	0,4	0,7	0,6	+14,2%

Quelle: Unternehmen Angaben in Mio. Euro

Umsatzentwicklung mit Licht und Schatten: Auf Konzernebene steigerte ad pepper die Erlöse in Q3 um 12,4% auf 9,5 Mio. Euro (MONE: 10,2 Mio. Euro). Das mit Abstand stärkste Wachstum entfiel erneut auf das Segment ad pepper media, das den Umsatz in Q3 mit +86,7% (H1: +56,1%) signifikant verbessern konnte. Zurückzuführen ist diese Dynamik u.E. auf eine gute Entwicklung im Bereich Performance-Display-Advertising und Lead-Generierung. Auch das Affiliate-Netzwerk Webgains konnte nach dem schwachen ersten Halbjahr (-1,2%) in Q3 wieder wachsen (+6,2%). Enttäuschend entwickelte sich hingegen die Performance-Marketing-Agentur ad agents, deren Umsatz in Q3 überraschend um 11,2% eingebrochen ist (H1: +22,0%). Wir gehen davon aus, dass ad agents durch ein schwächelndes Neukundengeschäft den Verlust einiger Kunden nicht kompensieren konnte.

Personal- und Marketingausgaben belasten Ergebnis deutlich: Ergebnisseitig führten in Q3 erhöhte Personal- und Marketingausgaben in den Segmenten ad agents und Webgains zu einem deutlich geringeren Konzern-EBITDA (Q3: -28,6% auf 0,3 Mio. Euro). Die gestiegenen Personalaufwendungen dürften insbesondere bei Webgains angefallen sein, da hier im März zwei neue Standorte (Mailand und München) eröffnet und mehr Mitarbeiter eingestellt wurden als von uns erwartet. Darüber hinaus waren Webgains und ad agents in diesem Jahr auf diversen Messen mit großen Ständen vertreten (u.a. DMEXCO, PI LIVE, Affiliate Summit APAC), wodurch der Marketingaufwand deutlich gestiegen sein dürfte.

Prognosen angepasst: Der Vorstand hat infolge der schwachen Entwicklung in Q3 seine Jahresziele angepasst und rechnet nun mit einem EBITDA unter Vorjahr (zuvor: mind. auf Vorjahresniveau). Insgesamt haben wir ad pepper sowohl in Q3 als auch auf Gesamtjahressicht deutlich mehr zugetraut, sodass wir unsere Prognosen nun deutlich reduzieren. Für ad agents gehen wir jetzt auch in Q4 von einem Umsatzrückgang i.H.v. -9% aus. Darüber hinaus haben wir unsere OPEX aufgrund der gestiegenen Personal- und Marketingausgaben sowie der jüngst verkündeten Partnerschaft mit Humanise.AI angepasst (OPEX-Quote 47,6% vs. zuvor 46,0%). Positiven Newsflow erwarten wir in den nächsten Wochen u.a. durch weitere Fortschritte im Bereich der künstlichen Intelligenz.

Fazit: Wir haben uns infolge der enttäuschenden Entwicklung in Q3 nun deutlich konservativer positioniert. Nach Anpassung unseres Bewertungsmodells reduziert sich das Kursziel auf 4,00 Euro (zuvor: 4,90 Euro). Aufgrund des u.E. jedoch übertriebenen Kursrückgangs der letzten Wochen bestätigen wir dennoch unsere Kaufempfehlung.

Geschäftsjahresende: 31.12.	2016	2017	2018e	2019e	2020e
Umsatz	61,2	75,6	38,6	42,5	47,2
Veränderung yoy	9,2%	23,5%	-48,9%	10,1%	10,9%
EBITDA	1,7	2,2	2,0	3,8	5,1
EBIT	1,6	1,8	1,6	3,4	4,7
Jahresüberschuss	0,6	0,6	1,3	2,8	3,9
Bruttomarge	26,3%	24,3%	51,9%	53,2%	53,6%
EBITDA-Marge	2,9%	2,9%	5,2%	8,8%	10,8%
EBIT-Marge	2,6%	2,4%	4,3%	7,9%	9,9%
Net Debt	-17,9	-20,1	-21,3	-24,2	-28,0
Net Debt/EBITDA	-10,2	-9,1	-10,7	-6,4	-5,5
ROCE	-97,4%	-56,0%	-47,2%	-97,6%	-133,5%
EPS	0,03	0,03	0,06	0,13	0,19
FCF je Aktie	-0,03	0,13	0,06	0,14	0,18
Dividende	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Dividendenrendite	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
EV/Umsatz	0,6	0,5	1,0	0,9	0,8
EV/EBITDA	22,1	17,5	19,4	10,3	7,5
EV/EBIT	24,0	21,3	23,5	11,5	8,2
KGV	92,0	92,0	46,0	21,2	14,5
P/B	4,1	3,7	3,4	2,9	2,4

Quelle: Unternehmen, Montega, CapitalIQ Angaben in Mio. EUR, EPS in EUR Kurs: 2,76

UNTERNEHMENSHINTERGRUND

ad pepper media International N.V. ist ein führender Online-Werbevermarkter mit Fokus auf Performance-Marketing. Das Unternehmen ist international tätig und betreut mit rund 200 Mitarbeitern Kunden aus über 50 Ländern. Niederlassungen gibt es in Europa sowie den USA. Der Hauptsitz verteilt sich auf die Städte Amsterdam und Nürnberg. ad pepper bietet Media-Agenturen, Werbetreibenden und Websites in den Bereichen Display-, Performance- und Affiliate-Marketing individuelle und effiziente Lösungen, die nahezu die gesamte Palette der Online-Werbung abdecken.

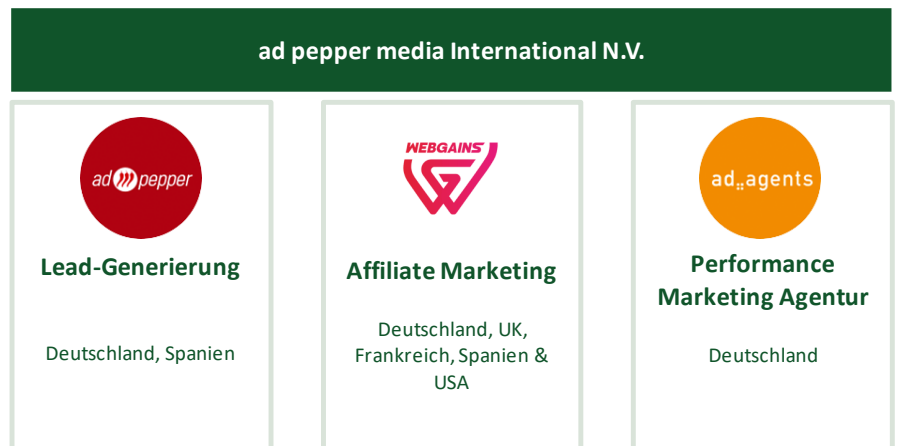
In der Vergangenheit wies ad pepper eine relativ hohe M&A-Aktivität auf und beteiligte sich immer wieder an Technologie-Unternehmen aus der digitalen Werbedienstleistungsbranche. Nach einer erfolgreich abgeschlossenen Restrukturierung tritt ad pepper nun fokussiert auf, behält sich jedoch vor, weiter opportunistisch Zukäufe zu tätigen oder gegebenenfalls auch Geschäftsbereiche zu veräußern.

Historie

- 1999** Gründung der ad pepper media durch Ulrich Schmidt und vier weitere Gründungsgesellschafter
- 2000** Börsengang: Die Aktiengesellschaft wird im Prime Standard an der Frankfurter Börse gelistet
- 2002** ad pepper beteiligt sich für 1,2 Mio. Euro zu 25,1% am Werbedienstleister Falk eSolutions
- 2005** ad pepper erwirbt für 3,4 Mio. Euro eine Beteiligung in Höhe von 8,0% an dMarc, einem auf Radio-Werbung spezialisierten Unternehmen
- 2006** ad pepper übernimmt den eMail-Werbedienstleister Globase für 0,3 Mio. Euro
ad pepper übernimmt das Affiliate-Netzwerk Webgains für 4,1 Mio. Euro
- 2007** Der anorganische Wachstumskurs wird mit dem Kauf des Ad-Serving-Spezialisten emediate fortgesetzt. Der Kaufpreis liegt bei 4,8 Mio. Euro
ad pepper beteiligt sich für 0,3 Mio. Euro zu 60,0% an ad agents. ad agents ist auf Suchmaschinenwerbung (SEO/SEM) ausgerichtet
- 2008** Die Beteiligungen an Falk eSolutions und dMarc werden veräußert. Für Falk erhält ad pepper 7,8 Mio. Euro, für die Anteile an dMarc 22,1 Mio. Euro
- 2012** CEO und Gründer Ulrich Schmidt scheidet aus dem Vorstand aus. Bis zur Übernahme der Position durch Dr. Ulrike Handel leitet der CFO Dr. Jens Körner die Geschäfte
- 2013** ad pepper verkauft emediate für 7,4 Mio. Euro
- 2015** ad pepper verkauft Globase für 0,8 Mio. Euro
- 2017** Start der Kooperation mit IBM-Watson im Bereich künstlicher Intelligenz

Konzernstruktur

Nach der abgeschlossenen Restrukturierung in 2015 verbleiben innerhalb der Holding von den ehemals 15 Gesellschaften in zehn Ländern lediglich sieben mit Niederlassungen in vier europäischen Ländern und den USA. Die aktuelle Konzernstruktur kann der nachfolgenden Abbildung entnommen werden.



Quelle: Unternehmen

Segmentbetrachtung

Das operative Geschäft gliedert sich in drei Segmente:

- ad pepper media
- Webgains
- ad agents

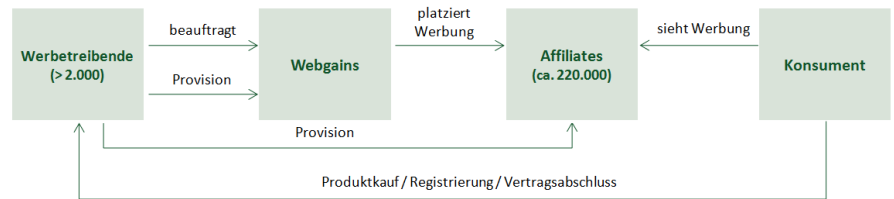
Segment ad pepper media

ad pepper media ist das Traditionsegment der Unternehmensgruppe. Nach Umsatzrückgängen in den letzten Jahren, die auf Standortschließungen und einen sehr intensiven Wettbewerb im Display-Bereich zurückzuführen sind, trägt dieses Segment heute allerdings nur noch rund 9% zum Konzernumsatz bei. Im Segment ad pepper media wird man sich in Zukunft auf das Produkt iLead konzentrieren, das nachfolgend vorgestellt wird.

iLead beschreibt Maßnahmen im Dialog- und Direktmarketing zur Neukundengewinnung (Leads). Abgerechnet wird diese Leistung performanceabhängig nach dem Cost per Lead-Preismodell (CPL-Werbetreibende zahlen für die erfolgreiche Vermittlung qualifizierter Interessenten). ad pepper vermittelt mit diesem Produkt nur Leads, bei denen der potenzielle Neukunde einer zukünftigen Kontaktaufnahme bereits zugestimmt hat. Dabei kann ad pepper einen Track Record von mehr als 20.000 durchgeführten Kampagnen weltweit sowie mehr als 1 Mio. generierten qualifizierten Leads pro Monat vorweisen.

Segment Webgains

Webgains wurde 2004 gegründet, 2006 von ad pepper übernommen und hat sich bis heute zu einem der führenden europäischen Affiliate-Netzwerke entwickelt. Mehr als 1.800 Werbetreibende (Merchants) und 250.000 Affiliates in Großbritannien, Frankreich, Deutschland, den Niederlanden, Schweden, Dänemark, Spanien und den USA sind an das Netzwerk angeschlossen. Webgains tritt im eCommerce als Intermediär zwischen werbetreibenden Merchants und Publishern auf. Die Merchants platzieren mittels der Technologie-Plattform von Webgains ihre verschiedenen Werbemittel (z.B. Banner, Links etc.) auf den Websites der Affiliates (siehe Darstellung auf der nächsten Seite). Die Bezahlung erfolgt überwiegend erfolgsabhängig, d.h. ad pepper erhält für erfolgreich abgeschlossene Produktkäufe oder Vertragsabschlüsse eine Provision. In geringerem Umfang (ca. 20% des Segmentumsatzes) erlöst Webgains fixe Gebühren wie bei Anmeldung eines neuen Merchants eine Setup-Gebühr (ca. 500 Euro) sowie monatliche Admingebühren in der Größenordnung von 100 Euro.



Quelle: Unternehmen

Dank seines dynamischen Wachstums hat sich Webgains in den letzten Jahren mit nun rund 68% zum umsatzstärksten Segment der ad pepper-Gruppe entwickelt. Im Geschäftsjahr 2017 erzielte Webgains Erlöse i.H.v. 51,4 Mio. Euro.

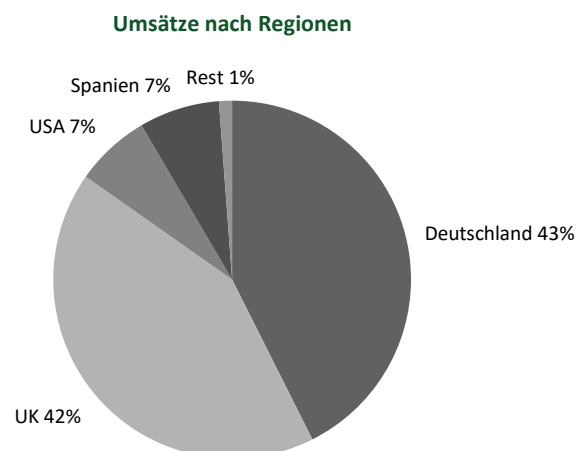
Segment ad agents

Das Konzern-Segment **ad agents** ist spezialisiert auf Suchmaschinen-Marketing (SEM), Suchmaschinen-Optimierung (SEO) und Performance-Marketing in allen digitalen Kanälen. Gerade in sozialen Medien wie Facebook und Twitter ist eine zielgruppenorientierte Ansprache gut möglich, jedoch fehlt vielen Produktanbietern hier das Know-How bezüglich der zahlreichen Möglichkeiten und Formate, die nutzbar gemacht werden können.

Zu den Kunden zählen bekannte Unternehmen aus den Branchen Versandhandel, Finanzen, Reisebranche u.v.a., die bereits über gute E-Commerce-Strategien verfügen. Diesen Kunden hilft ad agents durch Optimierung der Reichweite und Werbewirksamkeit, ihr Online-Marketing und ihre Webpräsenz noch effizienter zu gestalten. Zusätzlich stellt ad agents dazu ein detailliertes Reporting bezüglich der Erfolge sicher. Das Segment ad agents ist mit etwa 23% das zweitgrößte Segment und erreichte im abgelaufenen Geschäftsjahr einen Umsatz von 17,4 Mio. Euro.

Umsatz nach Regionen

Der Konzern ist zwar international ausgerichtet und betreut Kunden aus mehr als 50 Ländern, jedoch liegt der Fokus gemessen an den Umsatzbeiträgen klar auf Großbritannien, Deutschland, Spanien und den USA. Weiteres Wachstumspotenzial wird besonders im deutschen Markt und vor allem auch in den USA gesehen. Insbesondere die Konzerntochter Webgains möchte hier stärker an den wachsenden E-Commerce-Volumina partizipieren. In 2017 konnten Umsatzzuwächse im sowohl in Deutschland, Spanien und den USA erzielt werden.



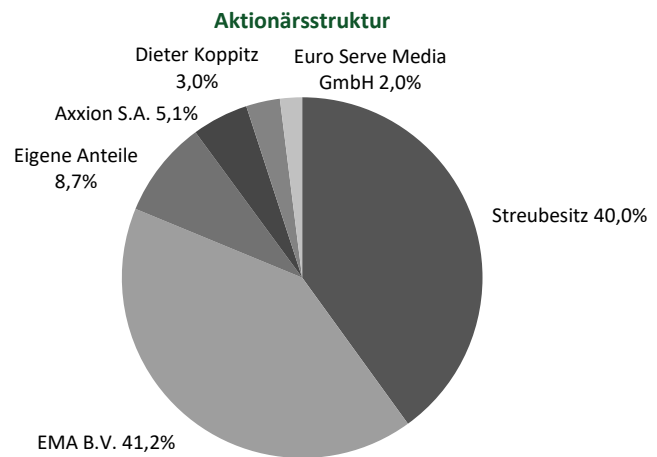
Quelle: Unternehmen

Management

Dr. Jens Körner ist seit 2006 Mitglied im Vorstand der ad pepper media International N.V. Im März 2017 ist er nach dem Ausscheiden von Ulrike Handel zum CEO berufen worden. Vor seiner Tätigkeit bei ad pepper war Herr Dr. Körner als Direktor bei der Investmentbank Sal. Oppenheim jr. & Cie. in Frankfurt beschäftigt. Dort war er im Bereich M&A vor allem für innovative Technologieunternehmen verantwortlich. Erste Berührungspunkte zu ad pepper baute Herr Dr. Körner durch seine beratende Funktion beim IPO der Gruppe im Jahr 2000 auf.

Aktionärsstruktur

Größter Anteilseigner von ad pepper ist seit dem IPO mit 41,2% die Electronic Media Advertising (EMA B.V.). 40,0% der Aktien befinden sich im Streubesitz. 8,7% werden von ad pepper selbst gehalten. Die Fondsgesellschaft Axxion hält weitere 5,1%, der Privatmann Dieter Koppitz 3,0%. Die Euroservice Media GmbH besitzt 2,0% der Anteile, Geschäftsführer bei letztgenanntem Unternehmen sowie der EMA B. V. ist der ad pepper-Aufsichtsratsvorsitzende Michael Oschmann.



Quelle: Unternehmen

ANHANG

DCF Modell

Angaben in Mio.Euro	2018e	2019e	2020e	2021e	2022e	2023e	2024e	Terminal Value
Umsatz	38,6	42,5	47,2	51,5	56,2	60,1	63,1	65,0
Veränderung	-48,9%	10,1%	10,9%	9,2%	9,0%	7,0%	5,0%	3,0%
EBIT	1,6	3,4	4,7	6,1	7,0	7,4	7,6	7,4
EBIT-Marge	4,3%	7,9%	9,9%	11,9%	12,5%	12,3%	12,0%	11,5%
NOPAT	1,4	2,8	3,9	4,9	5,4	5,5	5,4	5,1
Abschreibungen	0,3	0,4	0,4	0,4	0,4	0,4	0,5	0,5
in % vom Umsatz	0,9%	0,9%	0,9%	0,9%	0,8%	0,7%	0,7%	0,7%
Liquiditätsveränderung								
- Working Capital	0,2	0,4	0,2	0,2	0,4	0,4	0,3	0,2
- Investitionen	-0,7	-0,7	-0,7	-0,8	-0,7	-0,7	-0,6	-0,5
Investitionsquote	1,8%	1,6%	1,5%	1,5%	1,3%	1,2%	1,0%	0,8%
Übriges	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Free Cash Flow (WACC-Modell)	1,2	2,9	3,8	4,8	5,5	5,5	5,5	5,2
WACC	9,3%	9,3%	9,3%	9,3%	9,3%	9,3%	9,3%	9,3%
Present Value	1,2	2,6	3,1	3,6	3,8	3,5	3,2	44,3
Kumuliert	1,2	3,8	7,0	10,6	14,4	17,9	21,1	65,4

Wertermittlung (Mio. Euro)

Total present value (Tpv)	65,4
Terminal Value	44,3
Anteil vom Tpv-Wert	68%
Verbindlichkeiten	0,8
Liquide Mittel	20,1
Eigenkapitalwert	84,8

Annahmen: Umsatzwachstumsraten und Margenerwartungen

Kurzfristiges Umsatzwachstum	2018-2021	10,1%
Mittelfristiges Umsatzwachstum	2018-2023	9,2%
Langfristiges Umsatzwachstum	ab 2025	3,0%
EBIT-Marge	2018-2021	8,5%
EBIT-Marge	2018-2023	9,8%
Langfristige EBIT-Marge	ab 2025	11,5%

Aktienzahl (Mio.)

Aktienzahl (Mio.)	21,00
Wert je Aktie (Euro)	4,04
+Upside / -Downside	46%
Aktienkurs (Euro)	2,76
Modellparameter	
Fremdkapitalquote	30,0%
Fremdkapitalzins	5,5%
Marktrendite	9,0%
risikofreie Rendite	2,50%
Beta	1,40
WACC	9,3%
ewiges Wachstum	3,0%

Sensitivität Wert je Aktie (Euro)

WACC	ewiges Wachstum				
	2,25%	2,75%	3,00%	3,25%	3,75%
9,76%	3,61	3,73	3,80	3,87	4,04
9,51%	3,71	3,84	3,91	3,99	4,17
9,26%	3,81	3,95	4,04	4,12	4,32
9,01%	3,92	4,08	4,17	4,27	4,49
8,76%	4,04	4,21	4,31	4,42	4,67

Sensitivität Wert je Aktie (Euro)

WACC	EBIT-Marge ab 2025e				
	10,95%	11,20%	11,45%	11,70%	11,95%
9,76%	3,72	3,76	3,80	3,84	3,88
9,51%	3,83	3,87	3,91	3,96	4,00
9,26%	3,95	3,99	4,04	4,08	4,13
9,01%	4,07	4,12	4,17	4,22	4,26
8,76%	4,21	4,26	4,31	4,36	4,41

Quelle: Montega

G&V (in Mio. Euro) ad pepper media Int. N.V.	2015	2016	2017	2018e	2019e	2020e
Umsatz	56,0	61,2	75,6	38,6	42,5	47,2
Herstellungskosten	40,2	45,1	57,2	18,6	19,9	21,9
Bruttoergebnis	15,8	16,1	18,3	20,0	22,6	25,3
Forschung und Entwicklung	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Vertriebskosten	10,6	9,1	10,8	12,3	13,0	14,0
Verwaltungskosten	6,4	6,2	6,1	6,2	6,4	6,6
Sonstige betriebliche Aufwendungen	0,4	0,3	0,4	0,4	0,4	0,6
Sonstige betriebliche Erträge	1,4	1,1	0,7	0,5	0,5	0,6
EBITDA	0,5	1,7	2,2	2,0	3,8	5,1
Abschreibungen auf Sachanlagen	0,2	0,1	0,1	0,2	0,2	0,2
EBITA	0,3	1,7	2,1	1,8	3,6	4,9
Amortisation immaterielle Vermögensgegenstände	0,1	0,1	0,3	0,2	0,2	0,2
Impairment Charges und Amortisation Goodwill	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
EBIT	0,2	1,6	1,8	1,6	3,4	4,7
Finanzergebnis	0,2	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0
Ergebnis der gewöhnlichen Geschäftstätigkeit	0,4	1,7	1,8	1,6	3,4	4,7
Außerordentliches Ergebnis	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
EBT	0,4	1,7	1,8	1,6	3,4	4,7
EE-Steuern	0,3	0,6	0,7	0,3	0,6	0,8
Jahresüberschuss aus fortgef. Geschäftstätigkeit	0,1	1,1	1,1	1,3	2,8	3,9
Ergebnis aus nicht fortgeführter Geschäftstätigkeit (netto)	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Jahresüberschuss vor Anteilen Dritter	0,1	1,1	1,1	1,3	2,8	3,9
Anteile Dritter	0,2	0,5	0,6	0,0	0,0	0,0
Jahresüberschuss	0,0	0,6	0,6	1,3	2,8	3,9

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

G&V (in % vom Umsatz) ad pepper media Int. N.V.	2015	2016	2017	2018e	2019e	2020e
Umsatz	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%
Herstellungskosten	71,7%	73,7%	75,7%	48,1%	46,8%	46,4%
Bruttoergebnis	28,3%	26,3%	24,3%	51,9%	53,2%	53,6%
Forschung und Entwicklung	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
Vertriebskosten	18,88%	14,80%	14,25%	31,77%	30,49%	29,72%
Verwaltungskosten	11,39%	10,06%	8,06%	16,16%	15,04%	13,90%
Sonstige betriebliche Aufwendungen	0,78%	0,54%	0,52%	0,95%	1,00%	1,17%
Sonstige betriebliche Erträge	2,51%	1,73%	0,96%	1,28%	1,20%	1,18%
EBITDA	1,0%	2,9%	2,9%	5,2%	8,8%	10,8%
Abschreibungen auf Sachanlagen	0,4%	0,1%	0,2%	0,4%	0,4%	0,4%
EBITA	0,5%	2,7%	2,7%	4,8%	8,4%	10,4%
Amortisation immaterielle Vermögensgegenstände	0,1%	0,1%	0,3%	0,5%	0,5%	0,5%
Impairment Charges und Amortisation Goodwill	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
EBIT	0,4%	2,6%	2,4%	4,3%	7,9%	9,9%
Finanzergebnis	0,4%	0,1%	0,0%	-0,1%	0,0%	0,0%
Ergebnis der gewöhnlichen Geschäftstätigkeit	0,8%	2,8%	2,4%	4,2%	7,9%	9,9%
Außerordentliches Ergebnis	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
EBT	0,8%	2,8%	2,4%	4,2%	7,9%	9,9%
EE-Steuern	0,5%	1,0%	0,9%	0,7%	1,3%	1,7%
Jahresüberschuss aus fortgef. Geschäftstätigkeit	0,2%	1,8%	1,5%	3,5%	6,5%	8,2%
Ergebnis aus nicht fortgeführter Geschäftstätigkeit (netto)	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Jahresüberschuss vor Anteilen Dritter	0,2%	1,8%	1,5%	3,5%	6,5%	8,2%
Anteile Dritter	0,3%	0,8%	0,7%	0,0%	0,0%	0,0%
Jahresüberschuss	-0,1%	1,0%	0,8%	3,5%	6,5%	8,2%

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

Bilanz (in Mio. Euro) ad pepper media Int. N.V.	2015	2016	2017	2018e	2019e	2020e
AKTIVA						
Immaterielle Vermögensgegenstände	0,3	0,6	0,4	0,4	0,4	0,4
Sachanlagen	0,2	0,2	0,5	0,8	1,1	1,3
Finanzanlagen	5,8	1,9	2,9	2,9	2,9	2,9
Anlagevermögen	6,3	2,7	3,7	4,1	4,4	4,7
Vorräte	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Forderungen aus Lieferungen und Leistungen	10,0	10,1	14,1	15,8	17,0	18,7
Liquide Mittel	16,9	17,9	20,1	21,3	24,2	28,0
Sonstige Vermögensgegenstände	0,8	0,7	0,6	0,6	0,6	0,6
Umlaufvermögen	27,7	28,7	34,9	37,8	41,8	47,3
Bilanzsumme	34,0	31,4	38,6	41,8	46,2	52,0
PASSIVA						
Eigenkapital	16,0	14,3	15,7	17,2	19,9	23,7
Anteile Dritter	0,5	0,7	0,8	0,8	0,8	0,8
Rückstellungen	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Zinstragende Verbindlichkeiten	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Verbindl. aus Lieferungen und Leistungen	13,6	12,4	17,8	19,7	21,3	23,2
Sonstige Verbindlichkeiten	3,9	4,0	4,3	4,3	4,3	4,3
Verbindlichkeiten	17,5	16,4	22,1	24,0	25,6	27,5
Bilanzsumme	34,0	31,4	38,6	41,8	46,2	52,0

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

Bilanz (in % der Bilanzsumme) ad pepper media Int. N.V.	2015	2016	2017	2018e	2019e	2020e
AKTIVA						
Immaterielle Vermögensgegenstände	1,0%	1,8%	0,9%	1,0%	0,9%	0,8%
Sachanlagen	0,4%	0,7%	1,2%	1,8%	2,3%	2,6%
Finanzanlagen	17,1%	6,1%	7,6%	7,0%	6,3%	5,6%
Anlagevermögen	18,6%	8,6%	9,7%	9,8%	9,5%	9,0%
Vorräte	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Forderungen aus Lieferungen und Leistungen	29,4%	32,2%	36,6%	37,8%	36,8%	36,0%
Liquide Mittel	49,8%	56,9%	52,1%	51,0%	52,4%	53,8%
Sonstige Vermögensgegenstände	2,4%	2,2%	1,7%	1,5%	1,4%	1,2%
Umlaufvermögen	81,5%	91,3%	90,4%	90,3%	90,6%	91,0%
Bilanzsumme	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%
PASSIVA						
Eigenkapital	47,1%	45,5%	40,8%	41,0%	43,0%	45,7%
Anteile Dritter	1,5%	2,2%	2,0%	1,9%	1,7%	1,5%
Rückstellungen	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Zinstragende Verbindlichkeiten	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Verbindl. aus Lieferungen und Leistungen	40,1%	39,4%	46,2%	47,0%	46,1%	44,6%
Sonstige Verbindlichkeiten	11,5%	12,9%	11,0%	10,2%	9,2%	8,2%
Verbindlichkeiten	51,6%	52,2%	57,2%	57,2%	55,3%	52,8%
Bilanzsumme	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%

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

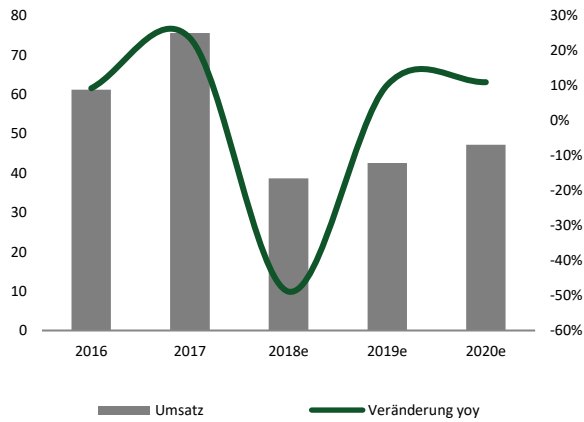
Kapitalflussrechnung (in Mio. Euro) ad pepper media Int. N.V.	2015	2016	2017	2018e	2019e	2020e
Jahresüberschuss/ -fehlbetrag	0,1	1,1	1,1	1,3	2,8	3,9
Abschreibung Anlagevermögen	0,2	0,1	0,1	0,2	0,2	0,2
Amortisation immaterielle Vermögensgegenstände	0,1	0,1	0,3	0,2	0,2	0,2
Veränderung langfristige Rückstellungen	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Sonstige zahlungsunwirksame Erträge/Aufwendungen	-1,1	0,0	-1,2	0,0	0,0	0,0
Cash Flow	-0,6	1,2	0,3	1,7	3,2	4,3
Veränderung Working Capital	2,3	-1,2	2,8	0,2	0,4	0,2
Cash Flow aus operativer Tätigkeit	1,6	0,0	3,1	1,9	3,6	4,5
CAPEX	-0,2	-0,6	-0,4	-0,7	-0,7	-0,7
Sonstiges	3,4	4,1	0,0	0,0	0,0	0,0
Cash Flow aus Investitionstätigkeit	3,2	3,6	-0,4	-0,7	-0,7	-0,7
Dividendenzahlung	0,0	-0,3	-0,5	0,0	0,0	0,0
Veränderung Finanzverbindlichkeiten	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Sonstiges	0,2	-2,2	0,1	0,0	0,0	0,0
Cash Flow aus Finanzierungstätigkeit	0,2	-2,5	-0,4	0,0	0,0	0,0
Effekte aus Wechselkursänderungen	0,0	-0,2	0,0	0,0	0,0	0,0
Veränderung liquide Mittel	5,0	1,1	2,3	1,2	2,9	3,8
Endbestand liquide Mittel	16,9	17,9	20,1	21,3	24,2	28,0

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

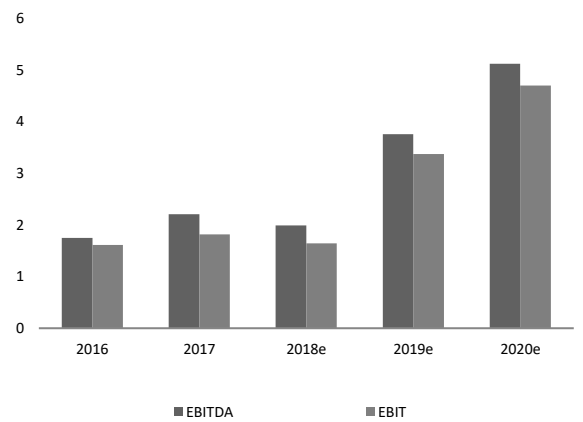
Kennzahlen ad pepper media Int. N.V.	2015	2016	2017	2018e	2019e	2020e
Ertragsmargen						
Bruttomarge (%)	28,3%	26,3%	24,3%	51,9%	53,2%	53,6%
Rohrertragsmarge (%)	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%
EBITDA-Marge (%)	1,0%	2,9%	2,9%	5,2%	8,8%	10,8%
EBIT-Marge (%)	0,4%	2,6%	2,4%	4,3%	7,9%	9,9%
EBT-Marge (%)	0,8%	2,8%	2,4%	4,2%	7,9%	9,9%
Netto-Umsatzrendite (%)	0,2%	1,8%	1,5%	3,5%	6,5%	8,2%
Kapitalverzinsung						
ROCE (%)	25,0%	-97,4%	-56,0%	-47,2%	-97,6%	-133,5%
ROE (%)	-0,2%	3,8%	3,9%	8,1%	15,5%	18,8%
ROA (%)	-0,1%	2,0%	1,5%	3,2%	6,0%	7,5%
Solvenz						
Net Debt zum Jahresende (Mio. Euro)	-16,9	-17,9	-20,1	-21,3	-24,2	-28,0
Net Debt / EBITDA	-31,4	-10,2	-9,1	-10,7	-6,4	-5,5
Net Gearing (Net Debt/EK)	-1,0	-1,2	-1,2	-1,2	-1,2	-1,1
Kapitalfluss						
Free Cash Flow (Mio. EUR)	1,4	-0,5	2,7	1,2	2,9	3,8
Capex / Umsatz (%)	-3%	-6%	1%	2%	2%	2%
Working Capital / Umsatz (%)	-5%	-5%	-4%	-10%	-10%	-9%
Bewertung						
EV/Umsatz	0,7	0,6	0,5	1,0	0,9	0,8
EV/EBITDA	71,6	22,1	17,5	19,4	10,3	7,5
EV/EBIT	158,9	24,0	21,3	23,5	11,5	8,2
EV/FCF	26,8	-	14,5	32,5	13,4	10,2
KGV	-	92,0	92,0	46,0	21,2	14,5
P/B	3,6	4,1	3,7	3,4	2,9	2,4
Dividendenrendite	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%

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

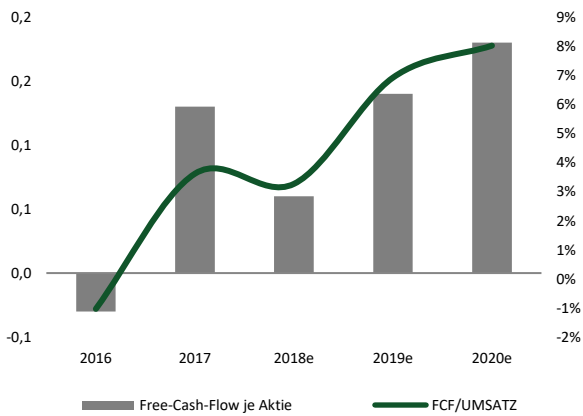
Umsatzentwicklung



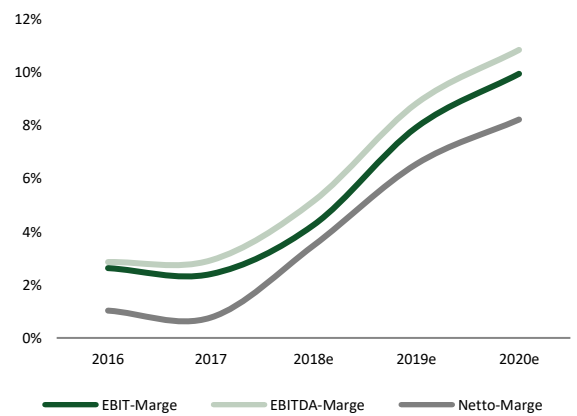
Ergebnisentwicklung



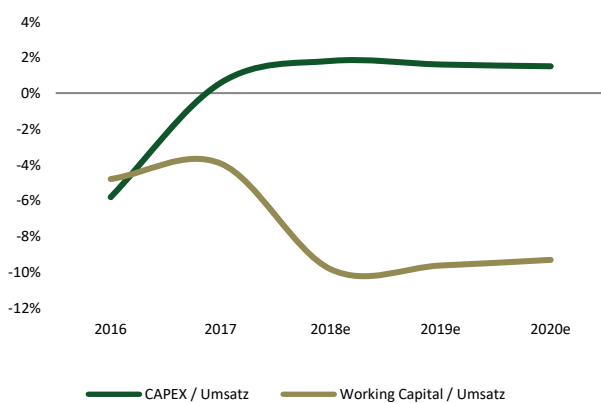
Free-Cash-Flow Entwicklung



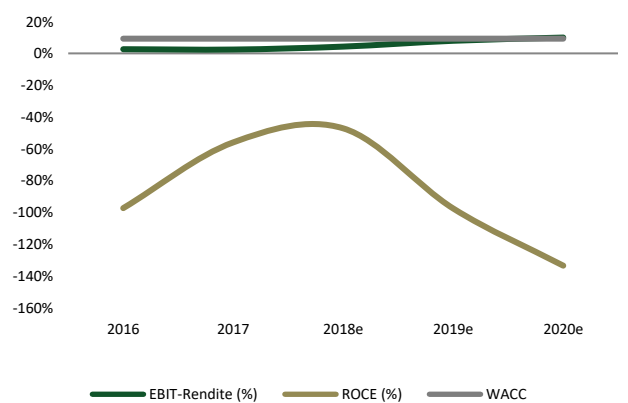
Margenentwicklung



Investitionen / Working Capital



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 weitergeleitet werden. Weder das Dokument noch eine Kopie davon darf in die Vereinigten Staaten von Amerika, Kanada, Japan oder in deren Territorien oder Besitzungen gebracht, übertragen oder verteilt werden.

Erklärung gemäß § 34b WpHG und FinAnV über mögliche Interessenkonflikte (Stand: 15.10.2018):

Bei Veröffentlichung dieser Publikation liegen folgende Interessenkonflikte im Sinne der FinAnV vor: Montega AG hat mit diesem Unternehmen eine Vereinbarung über die Erstellung einer Finanzanalyse getroffen. Diese Finanzanalyse wurde vor ihrer Veröffentlichung dem Emittenten zugänglich gemacht. Ein mit Montega AG verbundenes Unternehmen kann am Grundkapital des Emittenten beteiligt sein.

Erklärung gemäß § 34b WpHG und FinAnV über zusätzliche Angaben (Stand: 15.10.2018):

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.

Hinweis gemäß MiFID II (Stand: 15.10.2018):

Die vorliegende Publikation wurde auf Basis einer vertraglichen Vereinbarung zwischen der Montega AG und dem Emittenten erstellt und von diesem vergütet. Dieses Dokument wurde weitreichend veröffentlicht sowie allen Interessenten zeitgleich zugänglich gemacht. Der Erhalt gilt somit als zulässiger geringfügiger nichtmonetärer Vorteil im Sinne des § 64 Abs. 7 Satz 2 Nr. 1 und 2 des WpHG.

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
Graurheindorfer Str. 108 und Marie-Curie-Str. 24-28
53117 Bonn 60439 Frankfurt

Kontakt Montega AG:

Schauenburgerstraße 10
20095 Hamburg
www.montega.de
Tel: +49 40 4 1111 37 80

Kurs- und Empfehlungs-Historie

Empfehlung	Datum	Kurs	Kursziel	Potenzial
Kaufen (Ersteinschätzung)	02.08.2010	1,68	2,65	+58%
Kaufen	12.08.2010	1,68	2,65	+57%
Kaufen	15.10.2010	2,05	2,70	+32%
Kaufen	30.11.2010	1,69	2,70	+60%
Kaufen	16.02.2011	1,92	2,70	+41%
Kaufen	05.04.2011	1,69	2,70	+60%
Kaufen	18.04.2011	1,77	2,50	+41%
Kaufen	19.07.2011	1,61	2,30	+43%
Kaufen	17.10.2011	1,14	2,25	+97%
Kaufen	15.02.2012	1,44	1,85	+28%
Kaufen	24.04.2012	1,09	1,80	+65%
Kaufen	17.10.2012	0,93	1,60	+72%
Kaufen	28.02.2013	0,92	1,50	+63%
Kaufen	28.04.2016	2,53	3,20	+26%
Kaufen	13.05.2016	2,79	3,20	+15%
Kaufen	18.07.2016	2,65	3,10	+17%
Kaufen	14.10.2016	2,60	3,10	+19%
Kaufen	30.01.2017	2,52	3,00	+19%
Halten	20.03.2017	2,30	2,20	-4%
Kaufen	20.04.2017	2,03	2,30	+13%
Halten	18.07.2017	2,42	2,50	+3%
Kaufen	04.10.2017	3,05	4,00	+31%
Kaufen	16.10.2017	3,06	4,00	+31%
Kaufen	01.11.2017	3,18	4,20	+32%
Halten	25.01.2018	4,41	4,40	0%
Kaufen	05.04.2018	3,38	4,90	+45%
Kaufen	19.04.2018	3,87	4,90	+27%
Kaufen	16.07.2018	3,90	4,90	+26%
Kaufen	15.10.2018	2,76	4,00	+45%