

Empfehlung: Kaufen

Kursziel: 4,00 Euro

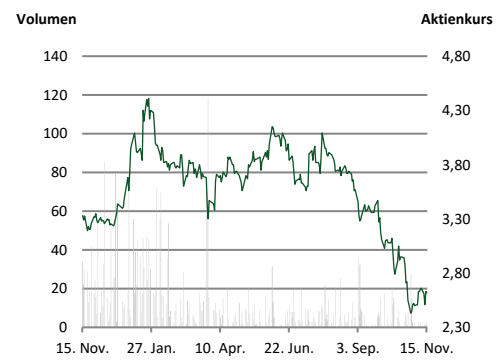
Kurspotenzial: +53 Prozent

Aktien­daten

Kurs (Schlusskurs Vortag)	2,62 Euro (XETRA)
Aktienanzahl (in Mio.)	21,00
Marktkap. (in Mio. Euro)	55,0
Enterprise Value (in Mio. Euro)	35,7
Ticker	APM
ISIN	NL0000238145

Kursperformance

52 Wochen-Hoch (in Euro)	4,57
52 Wochen-Tief (in Euro)	2,35
3 M relativ zum CDAX	-22,3%
6 M relativ zum CDAX	-18,9%



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

Eigenkapitalforum	26. November 2018
GB 2018	28. März 2019

Prognoseanpassung

	2018e	2019e	2020e
Umsatz (alt)	38,6	42,5	47,2
Δ in %	-	-	-
EBIT (alt)	1,6	3,4	4,7
Δ in %	-	-	-
EPS (alt)	0,06	0,13	0,19
Δ in %	-	-	-

Analyst

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

Publikation

Comment 16. November 2018

Gut gerüstet für das Jahresendgeschäft

ad pepper hat gestern den Q3-Bericht veröffentlicht, nachdem bereits Mitte Oktober vorläufige Zahlen vorgelegt worden waren. Darüber hinaus wurde mit neuen Rekordumsätzen im Online-Handel am Singles Day die für die Branche wichtigste Jahreszeit eingeläutet.

Umsatz- und Ergebniskennzahlen bestätigt: Die im Oktober berichteten vorläufigen 9M-Eckdaten wurden bestätigt. Lediglich die liquiden Mittel haben sich auf 16,4 Mio. Euro etwas stärker reduziert, als Mitte Oktober avisiert (vorl. Zahlen: 18,8 Mio. Euro; 31.12.2017: 20,1 Mio. Euro). Zurückzuführen ist dies primär auf gesunkene Verbindlichkeiten aus Lieferungen und Leistungen, worin vor allem Provisionen an Affiliates enthalten sind, die noch nicht ausbezahlt wurden. Webgains bedient die Affiliates mit einer Latenz zur Vereinnahmung der Provisionen von den Merchants. Im Jahresschlussquartal dürfte sich dieser Effekt jedoch wieder normalisieren, sodass wir davon ausgehen, dass die liquiden Mittel am Jahresende wieder rund 20 Mio. Euro betragen.

Branchenverband passt Wachstumsprognose leicht an: Zu Beginn des Jahres ging der Online-Vermarkterkreis (OVK) im Bundesverband Digitale Wirtschaft (BVDW) noch von einem Wachstum i.H.v. 10% für den Bereich der digitalen Werbung (Online und Mobile) aus. Mitte September wurde diese Prognose auf 7% reduziert, was laut BVDW hauptsächlich auf die negativen Auswirkungen der im Mai in Kraft getretenen Datenschutz-Grundverordnung (DSGVO) zurückzuführen ist. Die geringere Wachstumsdynamik hat sich auch im Segment Webgains im ersten Halbjahr gezeigt (H1: -1,2%). Im dritten Quartal normalisierte sich dies bereits (Q3: +6,2%; 9M: +1,3%), sodass wir auch in Q4 nur noch mit wenigen negativen Effekten aufgrund der DSGVO rechnen.

Ausblick auf das Jahreschlussquartal: Das für Webgains traditionell wichtige vierte Quartal wurde vergangenen Sonntag durch den Singles Day in China eingeläutet (Umsatz Alibaba am Singles Day 2018: 27,3 Mrd. Euro, +27% yoy). Auch in Europa gewinnt das Online-Vorweihnachtsgeschäft durch die Cyber-Week Ende November deutlich an Dynamik. Im vergangenen Jahr wurden hierzulande laut dem Handelsverband Deutschland (HDE) online rund 1,7 Mrd. Euro am Cyber-Wochenende umgesetzt (+18,2% yoy). Wir gehen davon aus, dass Webgains durch die Ende 2017 eingeführte neue Technologie-Plattform gut positioniert ist, um von den diesjährigen Online-Shopping-Events zu profitieren.

Darüber hinaus erwarten wir in den nächsten Wochen weiteren positiven Newsflow im Bereich der künstlichen Intelligenz. Durch die Anfang Oktober verkündete Partnerschaft mit dem Technologie-Startup Humanise.AI dürften sich nun die Entwicklungsschritte beschleunigen und zeitnah erste Produktdetails bekanntgegeben werden.

Fazit: Trotz der etwas geringeren Wachstumsperspektiven des Branchenverbands sehen wir ad pepper gut positioniert, um auch in den nächsten Jahren überdurchschnittlich zu wachsen. Den Kursrücksetzer der letzten Wochen halten wir für übertrieben und bestätigen daher unsere Kaufempfehlung mit unverändertem Kursziel von 4,00 Euro.

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%	-46,5%	-96,2%	-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	0,9	0,8	0,8
EV/EBITDA	20,4	16,2	17,9	9,5	7,0
EV/EBIT	22,2	19,6	21,7	10,6	7,6
KGV	87,3	87,3	43,7	20,2	13,8
P/B	3,9	3,5	3,2	2,8	2,3

Quelle: Unternehmen, Montega, CapitalIQ. Angaben in Mio. EUR, EPS in EUR Kurs: 2,62

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.

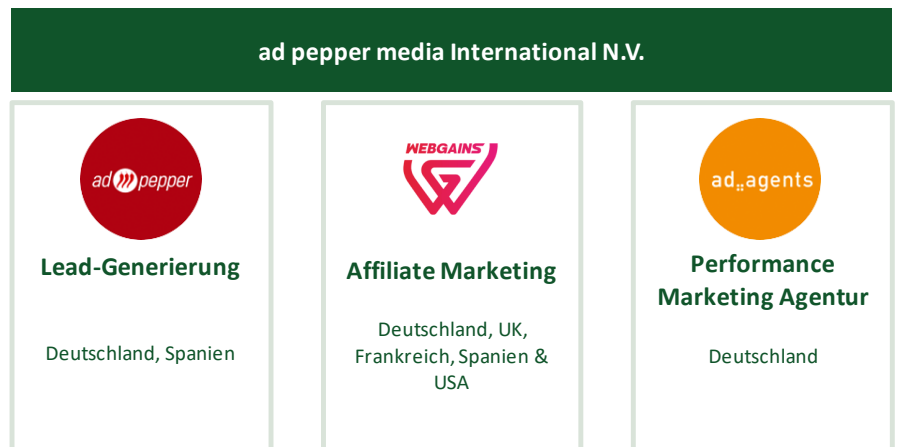
In der Vergangenheit wies ad pepper eine relativ hohe M&A-Aktivität auf und beteiligte sich immer wieder an Technologie-Unternehmen aus der digitalen Werbedienstleistungsbranche. Nach einer erfolgreich abgeschlossenen Restrukturierung tritt ad pepper nun fokussiert auf, behält sich jedoch vor, weiter 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
- 2018** Partnerschaft mit dem Technology-Startup Humanise.AI

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

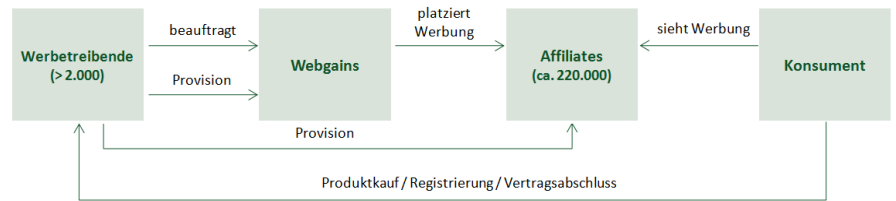
Segment ad pepper media

ad pepper media ist das Traditionssegment 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.

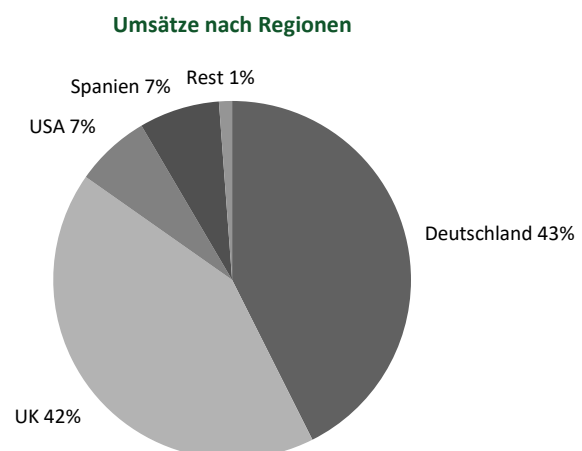
Segment ad agents

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.



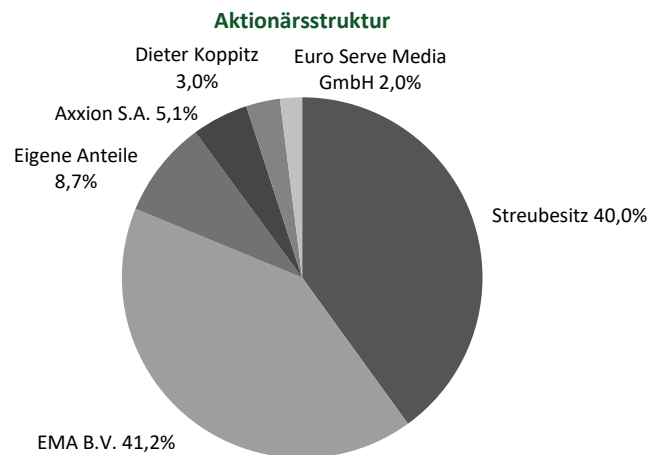
Quelle: Unternehmen

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%
Sensitivität Wert je Aktie (Euro)								
							ewiges Wachstum	
WACC		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)								
							EBIT-Marge ab 2025e	
WACC		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	17,1	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%	40,9%	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%	47,1%	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%	57,3%	55,3%	52,8%
Bilanzsumme	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%

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

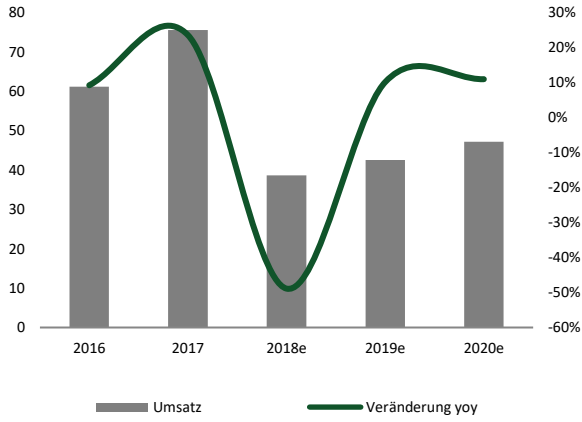
Kapitalflussrechnung (in Mio. Euro) ad pepper media Int. N.V.	2015	2016	2017	2018e	2019e	2020e
Jahresüberschuss/ -fehlbetrag	0,1	1,1	1,1	1,3	2,8	3,9
Abschreibung Anlagevermögen	0,2	0,1	0,1	0,2	0,2	0,2
Amortisation immaterielle Vermögensgegenstände	0,1	0,1	0,3	0,2	0,2	0,2
Veränderung langfristige Rückstellungen	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)

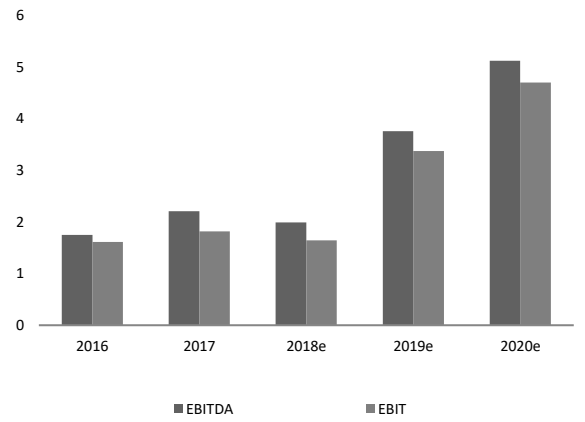
Kennzahlen ad pepper media Int. N.V.	2015	2016	2017	2018e	2019e	2020e
Ertragsmargen						
Bruttomarge (%)	28,3%	26,3%	24,3%	51,9%	53,2%	53,6%
Rohrertragsmarge (%)	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%
EBITDA-Marge (%)	1,0%	2,9%	2,9%	5,2%	8,8%	10,8%
EBIT-Marge (%)	0,4%	2,6%	2,4%	4,3%	7,9%	9,9%
EBT-Marge (%)	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%	-46,5%	-96,2%	-133,5%
ROE (%)	-0,2%	3,8%	3,9%	8,1%	15,6%	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	0,6	0,6	0,5	0,9	0,8	0,8
EV/EBITDA	66,2	20,4	16,2	17,9	9,5	7,0
EV/EBIT	146,8	22,2	19,6	21,7	10,6	7,6
EV/FCF	24,8	-	13,4	30,0	12,4	9,4
KGV	-	87,3	87,3	43,7	20,2	13,8
P/B	3,4	3,9	3,5	3,2	2,8	2,3
Dividendenrendite	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%

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

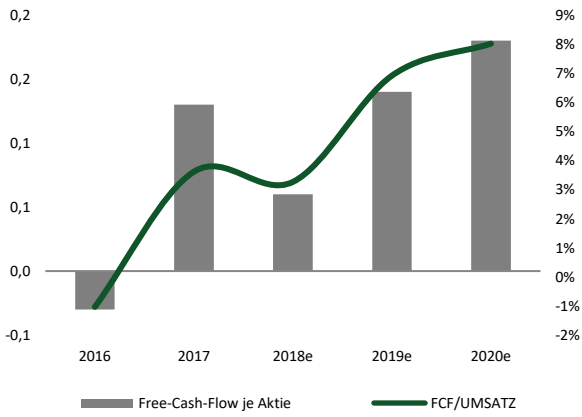
Umsatzentwicklung



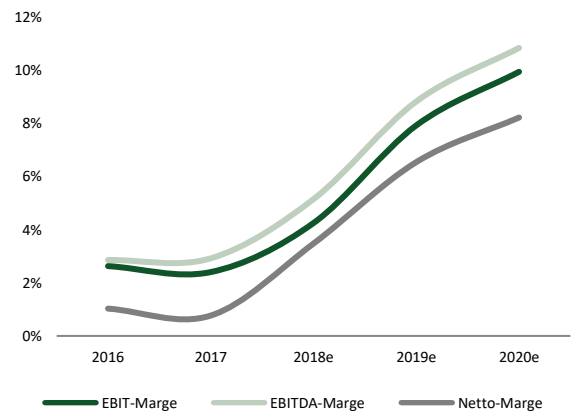
Ergebnisentwicklung



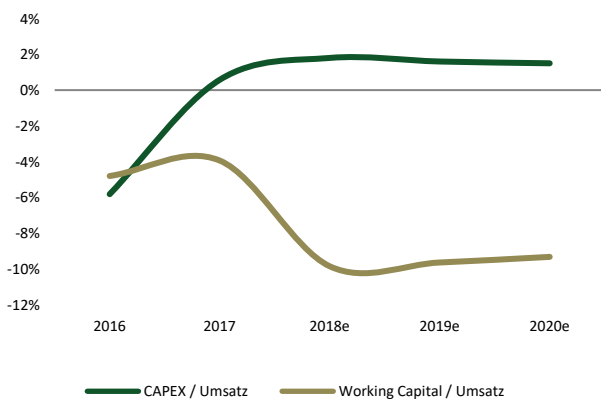
Free-Cash-Flow Entwicklung



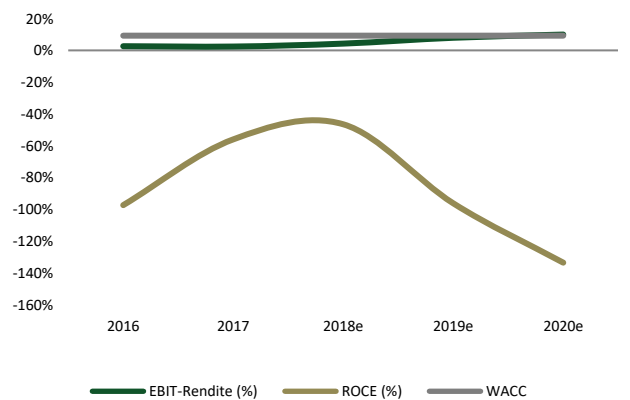
Margenentwicklung



Investitionen / Working Capital



EBIT-Rendite / ROCE



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%
Kaufen	16.11.2018	2,62	4,00	+53%