AD PEPPER MEDIA INT. N.V.

ımontega

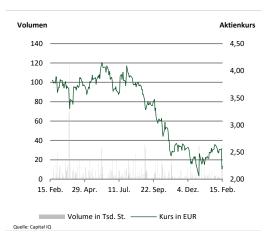
Empfehlung:	Halten (zuvor: Kaufen)
Kursziel:	2,30 Euro
Kurspotenzial:	+3 Prozent
Aktiendaten	
Kurs (Schlusskurs Vortag)	2,24 Euro (XETRA)
Aktienanzahl (in Mio.)	21,00
Marktkap. (in Mio. Euro)	47,0
Enterprise Value (in Mio. Euro)	27,7
Ticker	APM
ISIN	NL0000238145
Kursperformance	
52 Wochen-Hoch (in Euro)	4,19
52 Wochen-Tief (in Euro)	1,97

-14,7%

-29.9%

3 M relativ zum CDAX

6 M relativ zum CDAX



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	
GB 2018	28. März 2019
HV	21. Mai 2019

Prognoseanpassung								
	2018e	2019 e	2020e					
Umsatz (alt)	38,6	42,5	47,2					
Δ in %	-47,4%	-48,6%	-50,7%					
EBIT (alt)	1,6	3,4	4,7					
Δ in %	-37,5%	-47,3%	-39,7%					
EPS (alt)	0,06	0,13	0,19					
Δ in %	-50,0%	-53,8%	-52,6%					

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

Fublikation	
Comment	18. Februar 2019

Gestiegene Kostenbasis belastet 2018 unerwartet stark und trübt die Aussichten für das laufende Geschäftsjahr

ad pepper hat Ende letzter Woche vorläufige Zahlen zum abgelaufenen Geschäftsjahr veröffentlicht, die eine deutlich schwächer als von uns erwartete Entwicklung in Q4 aufzeigen.

Umsatzentwicklung geprägt von IFRS 15-Umstellung: Nachdem ad pepper bereits in Q1/18 das Segment Webgains auf den Rechnungslegungsstandard "IFRS 15 – Erlöse aus Verträgen mit Kunden" umgestellt hatte, wird dieser nun rückwirkend für das Jahr 2018 auch in den Bereichen ad pepper media und ad agents angewandt. Im Vergleich zur vorherigen Brutto-Methode führt der Nettoausweis nun zu einer Umsatz- und Umsatzkostenreduzierung, während absolute Ergebniskennzahlen unverändert bleiben und Ergebnismargen steigen.

In 2018 erzielte ad pepper Bruttoerlöse i.H.v. 82,7 Mio. Euro (Vj.: 75,6 Mio. Euro). Unter Berücksichtigung der IFRS15-Umstellung resultiert daraus ein Konzern-Nettoumsatz von 20,3 Mio. Euro (Vj.: 18,7 Mio. Euro). Hinsichtlich der Entwicklung der einzelnen Geschäftsfelder zeigt sich ein gemischtes Bild. Das Segment ad pepper media verzeichnete mit einer Wachstumsrate der Nettoerlöse von 43,8% eine deutliche Steigerung gegenüber dem Vorjahr. Zurückzuführend ist diese erfreuliche Dynamik u.E. auf eine starke Entwicklung in den Bereichen Lead-Generierung und Performance-Display-Advertising.

Das Affiliate-Netzwerk Webgains konnte in 2018 u.a. aufgrund der DSGVO-bedingten Zurückhaltung einiger Kunden nicht an die Wachstumsrate des Vorjahres anknüpfen (+22,8%) und wuchs nur mit 4,1% auf Nettoerlöse i.H.v. 10,2 Mio. Euro. Basierend auf dem bereits in Q3 schwächelnden Neukundegeschäft sowie dem Verlust einiger Kunden ging bei der Performance-Marketing-Agentur ad agents im Gesamtjahr der Nettoumsatz um 7,6% auf 5,0 Mio. Euro (Q3: -11,2%; 9M: +8,9%) zurück.

Höhere Kostenbasis belastet Ergebniskennziffern deutlich: Die Ergebnisentwicklung des Gesamtjahres in den Segmenten Webgains (-51,8% auf 0,6 Mio. Euro) und ad agents (-96,8% auf 0,0 Mio. Euro) ist signifikant von Investitionen in Marketing, Vertrieb und Technologie geprägt. Erhöhte Kosten dürften hierbei insbesondere durch Personalaufbau (u.a. der neuen Standorte von Webgains in München und Mailand) sowie verstärkte Messeaktivitäten (u.a. DMEXCO, PI LIVE, Affiliate Summit APAC) angefallen sein. Erfreulich hingegen ist die Entwicklung bei ad pepper media. Das EBITDA stieg hier deutlich überproportional um 66,1% auf 1,6 Mio. Euro.

Aufgrund von in den vorläufigen Zahlen noch nicht genauer erläuterten einmaligen Sondereffekten in Q4 erzielte die ad pepper-Gruppe insgesamt jedoch ein EBITDA i.H.v. nur 1,4 Mio. Euro (-38,5% yoy). Im für die Werbebranche traditionell sehr wichtigen Jahresschlussquartal lag das EBITDA u.a. aufgrund eines schwächer als erwarteten Bruttoergebnisses sowie gestiegener OPEX (5,3 Mio. Euro vs. 4,1 Mio. Euro im Vj.) mit 0,4 Mio. Euro deutlich unter Vorjahr (1,3 Mio. Euro).

				Weiter auf d	er nächsten Seite →
Geschäftsjahresende: 31.12.	2016	2017	2018 e	2019 e	2020e
Umsatz	61,2	75,6	20,3	21,9	23,3
Veränderung yoy	9,2%	23,5%	-73,1%	7,5%	6,5%
EBITDA	1,7	2,2	1,4	2,0	3,0
EBIT	1,6	1,8	1,0	1,8	2,8
Jahresüberschuss	0,6	0,6	0,6	1,2	1,9
Bruttomarge	26,3%	24,3%	96,1%	96,1%	97,0%
EBITDA-Marge	2,9%	2,9%	6,7%	9,0%	13,1%
EBIT-Marge	2,6%	2,4%	5,1%	8,1%	12,2%
Net Debt	-17,9	-20,1	-19,1	-20,2	-22,0
Net Debt/EBITDA	-10,2	-9,1	-14,1	-10,3	-7,2
ROCE	-97,4%	-56,0%	-36,6%	-90,0%	-150,8%
EPS	0,03	0,03	0,03	0,06	0,09
FCF je Aktie	-0,03	0,13	-0,05	0,05	0,09
Dividende	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Dividendenrendite	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
EV/Umsatz	0,5	0,4	1,4	1,3	1,2
EV/EBITDA	15,8	12,5	20,5	14,0	9,1
EV/EBIT	17,2	15,2	27,0	15,6	9,8
KGV	74,7	74,7	74,7	37,3	24,9
P/B	3,3	3,0	2,9	2,7	2,4
Quelle: Unternehmen, Montega, CapitalIQ				Angaben in Mio. EUR, E	PS in EUR Kurs: 2,24

Dublikation

AD PEPPER MEDIA INT. N.V.



Prognosen angepasst: Wir haben unser Modell in Folge der angekündigten IFRS 15-Umstellung für die Jahre ab 2018 angepasst. Darüber hinaus positionieren wir uns ab dem laufenden Geschäftsjahr hinsichtlich des Umsatz- und Ergebniswachstums u.a. aufgrund sich eintrübender Aussichten für den deutschen Werbemarkt deutlich konservativer. Die Agenturgruppe Dentsu Aegis Network hat vergangenen Monat die Wachstumsprognosen für den hiesigen Werbemarkt auf 0,5% (vs. zuvor 2,6%) deutlich reduziert. Ein Wachstum der Werbeausgaben wird demnach eigentlich nur im Bereich der digitalen Medien erwartet. Wir gehen davon aus, dass der für ad pepper relevante Teilbereich des Performance Marketings die besten Perspektiven haben dürfte. Eine Guidance für 2019 dürfte der Vorstand im Zuge der GB-Veröffentlichung Ende März verkünden. Allerdings sehen wir aufgrund der schwachen Entwicklung in H2/18 sowie der für die Werbebranche gedämpften makroökonomischen Aussichten keinen Katalysator für die Aktie.

Fazit: Einerseits halten wir das Downside-Risiko u.a. aufgrund der hohen Net Cash-Position von rund 20 Mio. Euro für begrenzt. Andererseits rechnen wir kurzfristig auch mit keinen Impulsen für die Aktie, sodass wir nach Anpassung unserer Prognosen das Kursziel auf 2,30 Euro (zuvor: 4,00 Euro) deutlich reduzieren und die Aktie auf "Halten" abstufen.

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

111300110	
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

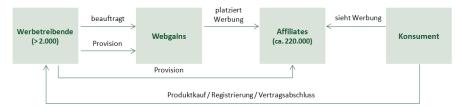
Segment ad pepper media

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

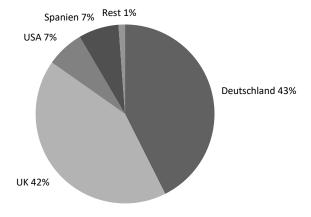
Das Konzern-Segment **ad agents** ist spezialisiert auf Suchmaschinen-Marketing (SEM), Suchmaschinen-Optimierung (SEO) und Performance-Marketing in allen digitalen Kanälen. Gerade in sozialen Medien wie Facebook und Twitter ist eine zielgruppenorientierte Ansprache gut möglich, jedoch fehlt vielen Produktanbietern 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.





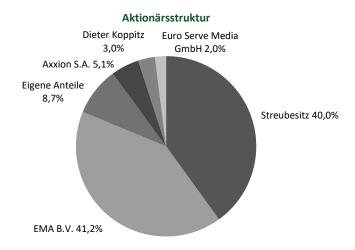
Quelle: Unternehmen

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	2019 e	2020e	2021e	2022e	2023e	2024e	Terminal Value
Umsatz	20,3	21,9	23,3	24,6	25,8	26,9	28,0	28,
Veränderung EBIT	-73,1% 1.0	7,5%	6,5%	5,5%	5,0%	4,5%	4,0%	3,0%
EBIT-Marge	1,0 5,1%	1,8 8,1%	2,8 12,2%	3,4 13,8%	3,4 13,0%	3,4 12,5%	3,4 12,0%	3, 3 11,5%
NOPAT Abschreibungen	0,7 0,3	1,2 0,2	2,0 0,2	2,3 0,2	2,3 0,2	2,3 0,2	2,3 0,2	2,3 0,2
in % vom Umsatz	1,6%	0,2	0,9%	0,8%	0,8%	0,7%	0,7%	0,7%
Liquiditätsveränderung	-,	-,-,-	2,212	2,2,1	2,2,1	5,1,1	5,1,1	-,
- Working Capital	-1,6	0,1	0,0	0,0	0,1	0,1	0,1	0,1
- Investitionen	-0,4	-0,3	-0,3	-0,4	-0,3	-0,3	-0,3	-0,2
Investitionsquote	1,8%	1,6%	1,5%	1,5%	1,3%	1,2%	1,0%	0,8%
Übriges Free Cash Flow (WACC-Modell)	0,0 - 0,9	0,0 1,2	0,0 1,8	0,0 2,2	0,0 2,3	0,0 2,3	0,0 2,3	0,0 2, 3
WACC	9,3%	9,3%	9,3%	9,3%	9,3%	9,3%	9,3%	9,3%
Present Value	-1,0	1,1	1,6	1,7	1,6	1,5	1,4	20,6
Kumuliert	-1,0	0,1	1,7	3,4	5,0	6,5	7,9	28,5
	_,,						-,-	
Wertermittlung (Mio. Euro)			Annahmen: Umsatz	wachstumsraten	und Margenerw	artungen		
Total present value (Tpv)	28,5		Kurzfristiges Umsatz	zwachstum			2018-2021	6,5%
Terminal Value	20,6		Mittelfristiges Umsa	atzwachstum			2018-2023	5,8%
Anteil vom Tpv-Wert	72%		Langfristiges Umsat	zwachstum			ab 2025	3,0%
Verbindlichkeiten	0,8		EBIT-Marge				2018-2021	9,8%
Liquide Mittel	20,1		EBIT-Marge				2018-2023	10,8%
Eigenkapitalwert	47,9		Langfristige EBIT-M	arge			ab 2025	11,5%
Aktienzahl (Mio.)	21,00		Sensitivität Wert je	Aktie (Euro)	ew	viges Wachstum		
Wert je Aktie (Euro)	2,28		WACC	2,25%	2,75%	3,00%	3,25%	3,75%
+Upside / -Downside	2%		9,76%	2,09	2,14	2,17	2,21	2,28
Aktienkurs (Euro)	2,24		9,51%	2,13	2,19	2,23	2,26	2,35
			9,26%	2,18	2,24	2,28	2,32	2,41
Modellparameter			9,01%	2,23	2,30	2,34	2,39	2,49
Fremdkapitalquote	30,0%		8,76%	2,28	2,36	2,41	2,46	2,57
Fremdkapitalzins	5,5%							
Marktrendite	9,0%		Sensitivität Wert je	Aktie (Euro)	EB	IT-Marge ab 2025	e	
risikofreie Rendite	2,50%		WACC	11,04%	11,29%	11,54%	11,79%	12,04%
			9,76%	2,14	2,16	2,17	2,19	2,21
Beta	1,40		9,51%	2,19	2,21	2,23	2,25	2,26
WACC	9,3%		9,26%	2,24	2,26	2,28	2,30	2,32
ewiges Wachstum	3,0%		9,01%	2,30	2,32	2,34	2,36	2,38
			8,76%	2,36	2,38	2,41	2,43	2,45
Quelle: Montega								

G&V (in Mio. Euro) ad pepper media Int. N.V.	2015	2016	2017	2018 e	2019e	2020e
Umsatz	56,0	61,2	75,6	20,3	21,9	23,3
Herstellungskosten	40,2	45,1	57,2	0,8	0,9	0,7
Bruttoergebnis	15,8	16,1	18,3	19,5	21,0	22,6
Forschung und Entwicklung	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Vertriebskosten	10,6	9,1	10,8	12,4	12,8	13,3
Verwaltungskosten	6,4	6,2	6,1	6,2	6,4	6,6
Sonstige betriebliche Aufwendungen	0,4	0,3	0,4	0,4	0,6	0,6
Sonstige betriebliche Erträge	1,4	1,1	0,7	0,5	0,5	0,7
EBITDA	0,5	1,7	2,2	1,4	2,0	3,0
Abschreibungen auf Sachanlagen	0,2	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1
EBITA	0,3	1,7	2,1	1,3	1,9	2,9
Amortisation immaterielle Vermögensgegenstände	0,1	0,1	0,3	0,2	0,1	0,1
Impairment Charges und Amortisation Goodwill	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
EBIT	0,2	1,6	1,8	1,0	1,8	2,8
Finanzergebnis	0,2	0,1	0,0	-0,2	0,0	0,0
Ergebnis der gewöhnlichen Geschäftstätigkeit	0,4	1,7	1,8	0,8	1,7	2,8
Außerordentliches Ergebnis	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
EBT	0,4	1,7	1,8	0,8	1,7	2,8
EE-Steuern	0,3	0,6	0,7	0,3	0,5	0,9
Jahresüberschuss aus fortgef. Geschäftstätigkeit	0,1	1,1	1,1	0,6	1,2	1,9
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	0,6	1,2	1,9
Anteile Dritter	0,2	0,5	0,6	0,0	0,0	0,0
Jahresüberschuss	0,0	0,6	0,6	0,6	1,2	1,9
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%	3,9%	3,9%	3,0%
Bruttoergebnis	28,3%	26,3%	24,3%	96,1%	96,1%	97,0%
Forschung und Entwicklung	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
Vertriebskosten	18,88%	14,80%	14,25%	60,99%	58,44%	56,95%
Verwaltungskosten	11,39%	10,06%	8,06%	30,71%	29,29%	28,21%
Sonstige betriebliche Aufwendungen	0,78%	0,54%	0,52%	1,97%	2,75%	2,58%
Sonstige betriebliche Erträge	2,51%	1,73%	0,96%	2,45%	2,50%	2,90%
EBITDA	1,0%	2,9%	2,9%	6,7%	9,0%	13,1%
Abschreibungen auf Sachanlagen	0,4%	0,1%	0,2%	0,7%	0,4%	0,4%
EBITA	0,5%	2,7%	2,7%	6,2%	8,6%	12,7%
Amortisation immaterielle Vermögensgegenstände	0,1%	0,1%	0,3%	1,1%	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%	5,1%	8,1%	12,2%
EDIT	0,470	0,1%	0,0%	-0,9%	-0,2%	-0,2%
Finanzarahnia	0.4%		0,070	-0,576		12,0%
Finanzergebnis	0,4%		2.4%	1 2%	8 U%	
Ergebnis der gewöhnlichen Geschäftstätigkeit	0,8%	2,8%	2,4%	4,2%	8,0%	
Ergebnis der gewöhnlichen Geschäftstätigkeit Außerordentliches Ergebnis	0,8% 0,0%	2,8% 0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Ergebnis der gewöhnlichen Geschäftstätigkeit Außerordentliches Ergebnis EBT	0,8% 0,0% 0,8%	2,8% 0,0% 2,8%	0,0% 2,4%	0,0% 4,2%	0,0% 8,0%	0,0% 12,0%
Ergebnis der gewöhnlichen Geschäftstätigkeit Außerordentliches Ergebnis EBT EE-Steuern	0,8% 0,0% 0,8% 0,5%	2,8% 0,0% 2,8% 1,0%	0,0% 2,4% 0,9%	0,0% 4,2% 1,3%	0,0% 8,0% 2,5%	0,0% 12,0% 3,7%
Ergebnis der gewöhnlichen Geschäftstätigkeit Außerordentliches Ergebnis EBT EE-Steuern Jahresüberschuss aus fortgef. Geschäftstätigkeit	0,8% 0,0% 0,8% 0,5% 0,2%	2,8% 0,0% 2,8% 1,0% 1,8%	0,0% 2,4% 0,9% 1,5%	0,0% 4,2% 1,3% 2,9%	0,0% 8,0% 2,5% 5,5%	0,0% 12,0% 3,7% 8,3%
Ergebnis der gewöhnlichen Geschäftstätigkeit Außerordentliches Ergebnis EBT EE-Steuern Jahresüberschuss aus fortgef. Geschäftstätigkeit Ergebnis aus nicht fortgeführter Geschäftstätigkeit (netto)	0,8% 0,0% 0,8% 0,5% 0,2% 0,0%	2,8% 0,0% 2,8% 1,0% 1,8% 0,0%	0,0% 2,4% 0,9% 1,5% 0,0%	0,0% 4,2% 1,3% 2,9% 0,0%	0,0% 8,0% 2,5% 5,5% 0,0%	0,0% 12,0% 3,7% 8,3% 0,0%
Ergebnis der gewöhnlichen Geschäftstätigkeit Außerordentliches Ergebnis EBT EE-Steuern Jahresüberschuss aus fortgef. Geschäftstätigkeit Ergebnis aus nicht fortgeführter Geschäftstätigkeit (netto) Jahresüberschuss vor Anteilen Dritter	0,8% 0,0% 0,8% 0,5% 0,2% 0,0% 0,2%	2,8% 0,0% 2,8% 1,0% 1,8% 0,0%	0,0% 2,4% 0,9% 1,5% 0,0% 1,5%	0,0% 4,2% 1,3% 2,9% 0,0% 2,9%	0,0% 8,0% 2,5% 5,5% 0,0% 5,5%	0,0% 12,0% 3,7% 8,3% 0,0% 8,3 %
Ergebnis der gewöhnlichen Geschäftstätigkeit Außerordentliches Ergebnis EBT EE-Steuern Jahresüberschuss aus fortgef. Geschäftstätigkeit Ergebnis aus nicht fortgeführter Geschäftstätigkeit (netto)	0,8% 0,0% 0,8% 0,5% 0,2% 0,0%	2,8% 0,0% 2,8% 1,0% 1,8% 0,0%	0,0% 2,4% 0,9% 1,5% 0,0%	0,0% 4,2% 1,3% 2,9% 0,0%	0,0% 8,0% 2,5% 5,5% 0,0%	0,0% 12,0% 3,7% 8,3% 0,0% 8,3% 0,0%

9

Bilanz (in Mio. Euro) ad pepper media Int. N.V.	2015	2016	2017	2018e	2019 e	2020e
AKTIVA						
Immaterielle Vermögensgegenstände	0,3	0,6	0,4	0,3	0,3	0,3
Sachanlagen	0,2	0,2	0,5	0,6	0,7	0,8
Finanzanlagen	5,8	1,9	2,9	2,9	2,9	2,9
Anlagevermögen	6,3	2,7	3,7	3,7	3,9	4,0
Vorräte	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Forderungen aus Lieferungen und Leistungen	10,0	10,1	14,1	8,3	8,7	9,2
Liquide Mittel	16,9	17,9	20,1	19,1	20,2	22,0
Sonstige Vermögensgegenstände	0,8	0,7	0,6	0,6	0,6	0,6
Umlaufvermögen	27,7	28,7	34,9	28,0	29,6	31,9
Bilanzsumme	34,0	31,4	38,6	31,8	33,5	35,9
PASSIVA						
Eigenkapital	16,0	14,3	15,7	16,3	17,5	19,4
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	10,4	10,9	11,4
Sonstige Verbindlichkeiten	3,9	4,0	4,3	4,3	4,3	4,3
Verbindlichkeiten	17,5	16,4	22,1	14,7	15,2	15,7
Bilanzsumme	34,0	31,4	38,6	31,8	33,5	35,9
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%	0,8%	0,8%	0,7%
Sachanlagen	0,4%	0,7%	1,2%	1,7%	2,1%	2,4%
Finanzanlagen	17,1%	6,1%	7,6%	9,2%	8,8%	8,2%
Anlagevermögen	18,6%	8,6%	9,7%	11,8%	11,6%	11,2%
Vorräte	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Forderungen aus Lieferungen und Leistungen	29,4%	32,2%	36,6%	26,1%	26,0%	25,6%
Liquide Mittel	49,8%	56,9%	52,1%	60,1%	60,4%	61,4%
Sonstige Vermögensgegenstände	2,4%	2,2%	1,7%	2,0%	1,9%	1,8%
Umlaufvermögen	81,5%	91,3%	90,4%	88,2%	88,3%	88,8%
Bilanzsumme	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%
PASSIVA						
Eigenkapital	47,1%	45,5%	40,8%	51,3%	52,3%	54,2%
Anteile Dritter	1,5%	2,2%	2,0%	2,4%	2,3%	2,2%
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%	32,7%	32,5%	31,8%
Sonstige Verbindlichkeiten	11,5%	12,9%	11,0%	13,4%	12,7%	11,9%
Verbindlichkeiten	51,6%	52,2%	57,2%	46,1%	45,3%	43,6%
Bilanzsumme	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%
Quelle: Unternehmen (berichtete Daten), Montega (Prognosen)	•				1	

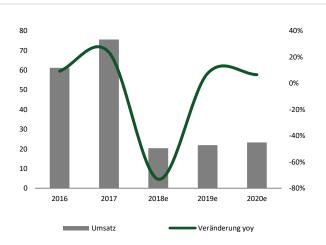
10

Kapitalflussrechnung (in Mio. Euro) ad pepper media Int. N.V.	2015	2016	2017	2018e	2019e	2020e
Jahresüberschuss/-fehlbetrag	0,1	1,1	1,1	0,6	1,2	1,9
Abschreibung Anlagevermögen	0,2	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1
Amortisation immaterielle Vermögensgegenstände	0,1	0,1	0,3	0,2	0,1	0,1
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	1,0	1,4	2,1
Veränderung Working Capital	2,3	-1,2	2,8	-1,6	0,1	0,0
Cash Flow aus operativer Tätigkeit	1,6	0,0	3,1	-0,7	1,5	2,1
CAPEX	-0,2	-0,6	-0,4	-0,4	-0,3	-0,3
Sonstiges	3,4	4,1	0,0	0,0	0,0	0,0
Cash Flow aus Investitionstätigkeit	3,2	3,6	-0,4	-0,4	-0,3	-0,3
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	-1,0	1,1	1,8
Endbestand liquide Mittel	16,9	17,9	20,1	19,1	20,2	22,0
Quelle: Unternehmen (berichtete Daten), Montega (Prognosen)						

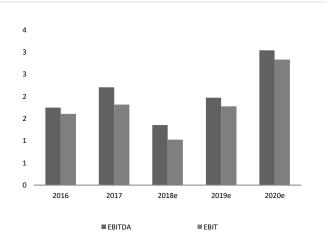
Kennzahlen ad pepper media Int. N.V.	2015	2016	2017	2018e	2019e	2020e
Ertragsmargen						
Bruttomarge (%)	28,3%	26,3%	24,3%	96,1%	96,1%	97,0%
Rohertragsmarge (%)	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%
EBITDA-Marge (%)	1,0%	2,9%	2,9%	6,7%	9,0%	13,1%
EBIT-Marge (%)	0,4%	2,6%	2,4%	5,1%	8,1%	12,2%
EBT-Marge (%)	0,8%	2,8%	2,4%	4,2%	8,0%	12,0%
Netto-Umsatzrendite (%)	0,2%	1,8%	1,5%	2,9%	5,5%	8,3%
Kapitalverzinsung						
ROCE (%)	25,0%	-97,4%	-56,0%	-36,6%	-90,0%	-150,8%
ROE (%)	-0,2%	3,8%	3,9%	3,5%	7,0%	10,5%
ROA (%)	-0,1%	2,0%	1,5%	1,8%	3,6%	5,4%
Solvenz						
Net Debt zum Jahresende (Mio. Euro)	-16,9	-17,9	-20,1	-19,1	-20,2	-22,0
Net Debt / EBITDA	-31,4	-10,2	-9,1	-14,1	-10,3	-7,2
Net Gearing (Net Debt/EK)	-1,0	-1,2	-1,2	-1,1	-1,1	-1,1
Kapitalfluss						
Free Cash Flow (Mio. EUR)	1,4	-0,5	2,7	-1,0	1,1	1,8
Capex / Umsatz (%)	-3%	-6%	1%	2%	2%	2%
Working Capital / Umsatz (%)	-5%	-5%	-4%	-14%	-10%	-9%
Bewertung						
EV/Umsatz	0,5	0,5	0,4	1,4	1,3	1,2
EV/EBITDA	51,4	15,8	12,5	20,5	14,0	9,1
EV/EBIT	114,0	17,2	15,2	27,0	15,6	9,8
EV/FCF	19,2	-	10,4	-	24,2	15,5
KGV	-	74,7	74,7	74,7	37,3	24,9
P/B	2,9	3,3	3,0	2,9	2,7	2,4
Dividendenrendite	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Quelle: Unternehmen (berichtete Daten), Montega (Prognosen)						

Montega AG – Equity Research

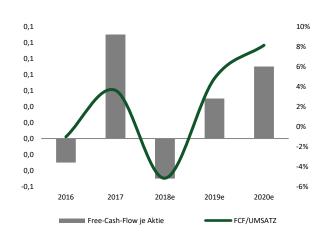
Umsatzentwicklung



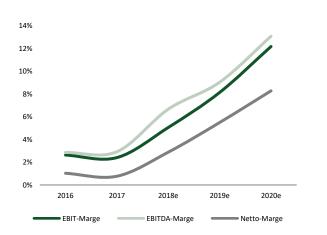
Ergebnisentwicklung



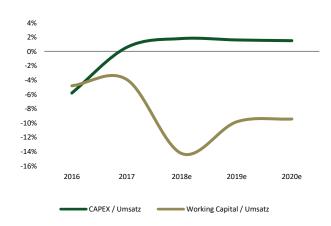
Free-Cash-Flow Entwicklung



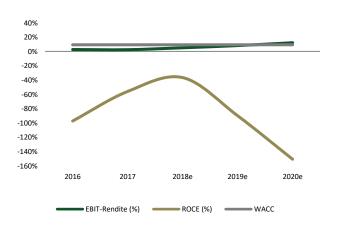
Margenentwicklung



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 Meinungsaussagen geben die persönliche Einschätzung des Autors zu einem bestimmten Zeitpunkt wieder. Diese Meinungen können jederzeit und ohne Ankündigung geändert werden. Eine Haftung des Analysten oder der ihn beauftragenden Institutionen sowohl für direkte als auch für indirekte Schäden ist ausgeschlossen. Dieser vertrauliche Bericht wird nur einem begrenzten Empfängerkreis zugänglich gemacht. Eine Weitergabe oder Verteilung an Dritte ist nur mit Genehmigung durch Montega zulässig. Alle gültigen Kapitalmarktregeln, die Erstellung, Inhalt und Vertrieb von Research in den verschiedenen nationalen Rechtsgebieten betreffen, sind anzuwenden und sowohl vom Lieferanten als auch vom Empfänger einzuhalten.

Verbreitung im Vereinigten Königreich: Das Dokument ist nur zur Verteilung an Personen bestimmt, die berechtigte Personen oder freigestellte Personen im Sinne des Financial Services Act 1986 oder eines auf seiner Grundlage erfolgten Beschlusses sind, oder an Personen, die in Artikel 11 (3) des Financial Act 1986 (Investments Advertisements) (Exemptions) Order 1996 (in der jeweils geltenden Fassung) beschrieben sind, und es ist nicht beabsichtigt, dass sie direkt oder indirekt an einen anderen Kreis von Personen 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: 18.02.2019):

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 und danach geändert. Ein mit Montega AG verbundenes Unternehmen kann am Grundkapital des Emittenten beteiligt sein.

Erklärung gemäß § 34b WpHG und FinAnV über zusätzliche Angaben (Stand: 18.02.2019):

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: 18.02.2019):

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%
aufen	12.08.2010	1,68	2,65	+57%
aufen	15.10.2010	2,05	2,70	+32%
aufen	30.11.2010	1,69	2,70	+60%
aufen	16.02.2011	1,92	2,70	+41%
aufen	05.04.2011	1,69	2,70	+60%
aufen	18.04.2011	1,77	2,50	+41%
aufen	19.07.2011	1,61	2,30	+43%
aufen	17.10.2011	1,14	2,25	+97%
aufen	15.02.2012	1,44	1,85	+28%
aufen	24.04.2012	1,09	1,80	+65%
aufen	17.10.2012	0,93	1,60	+72%
aufen	28.02.2013	0,92	1,50	+63%
aufen	28.04.2016	2,53	3,20	+26%
aufen	13.05.2016	2,79	3,20	+15%
aufen	18.07.2016	2,65	3,10	+17%
aufen	14.10.2016	2,60	3,10	+19%
aufen	30.01.2017	2,52	3,00	+19%
alten	20.03.2017	2,30	2,20	-4%
aufen	20.04.2017	2,03	2,30	+13%
alten	18.07.2017	2,42	2,50	+3%
aufen	04.10.2017	3,05	4,00	+31%
aufen	16.10.2017	3,06	4,00	+31%
aufen	01.11.2017	3,18	4,20	+32%
alten	25.01.2018	4,41	4,40	0%
aufen	05.04.2018	3,38	4,90	+45%
aufen	19.04.2018	3,87	4,90	+27%
aufen	16.07.2018	3,90	4,90	+26%
aufen	15.10.2018	2,76	4,00	+45%
aufen	16.11.2018	2,62	4,00	+53%
lalten	18.02.2019	2,24	2,30	+3%