AD PEPPER MEDIA INT. N.V.

montega

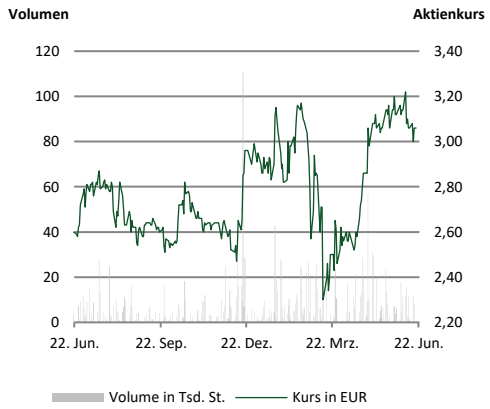
Empfehlung:	**Kaufen**
Kursziel:	**4,70 Euro**
Kurspotenzial:	**+55 Prozent**

Aktiendaten

Kurs (Schlusskurs Vortag)	3,04 Euro (XETRA)
Aktienanzahl (in Mio.)	21,00
Marktkap. (in Mio. Euro)	63,8
Enterprise Value (in Mio. Euro)	44,3
Ticker	APM
ISIN	NL0000238145

Kursperformance

52 Wochen-Hoch (in Euro)	3,30
52 Wochen-Tief (in Euro)	2,20
3 M relativ zum CDAX	-8,1%
6 M relativ zum CDAX	+12,0%



Quelle: Capital IQ

Aktionärsstruktur

Streubesitz	47,1%
EMA B.V.	44,1%
Eigene Anteile	2,3%
Dieter Koppitz	3,8%
Euro Serve Media GmbH	2,6%

Termine

H1 Bericht	20. August 2020
Q3 Bericht	17. November 2020

Prognoseanpassung

	2020e	2021e	2022e
Umsatz (alt)	**24,4**	**27,3**	**30,1**
Δ in %	-	-	-
EBIT (alt)	**3,5**	**4,9**	**6,2**
Δ in %	-	-	-
EPS (alt)	**0,09**	**0,13**	**0,17**
Δ in %	-	-	-

Analyst

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

Publikation

Studie	23. Juni 2020

Sentiment der „Stay-at-home"-Aktie dürfte sich mit H1-Zahlen spürbar verbessern – Wiederaufnahme der Coverage

ad pepper hat im Rahmen der Q1-Berichterstattung Ende April neben erfreulichen operativen Kennzahlen auch einen vielversprechenden Ausblick auf das zweite Quartal bekannt gegeben, der u.E. vom Kapitalmarkt bisher jedoch nicht entsprechend wahrgenommen worden ist (3M rel. zum CDAX -8,1%).

Als eines der führenden Unternehmen im Bereich Performance-Marketing in Europa dürfte ad pepper in den nächsten Quartalen deutlich von einer Beschleunigung des Digitalisierungstrends mit einer damit einhergehenden Werbebudgetverschiebung in Richtung Online-Marketing profitieren. Klassische Medien wie TV, Radio und Print werden u.E. mit zunehmender Internetnutzung weiter an Bedeutung verlieren. Darüber hinaus sollte der strukturelle Wandel hin zur Verlagerung stationärer Einkäufe ins Internet mit spürbar steigenden Ausgaben für digitale Werbung (CAGR18-23e: 12,4%) einhergehen.

Neue Impulse für die Aktie erwarten wir dabei schon im Zuge der voraussichtlich Mitte Juli erscheinenden vorläufigen Q2-Zahlen. Wir gehen davon aus, dass insbesondere das Affiliate-Netzwerk Webgains mit einer starken operativen Entwicklung im zweiten Quartal Überraschungspotenzial birgt. Hintergrund dessen sind steigende Werbebudgets von Unternehmen aus der sogenannten „Stay-at-home-Economy" (u.a. Sport, Freizeit & Hobbies, Home & Garden sowie Toys & Games), die rückläufige Werbeausgaben anderer Endkunden (u.a. Travel, Hotel und Transportation) deutlich überkompensieren dürften.

Diese Entwicklung war laut Unternehmen bereits im März erkennbar und sollte u.E. bei Webgains zu einer Wachstumsbeschleunigung in Q2/20 geführt haben. Konkret rechnen wir mit einem Erlöswachstum in 2020 auf Konzernebene von 12,1% yoy auf 24,4 Mio. Euro. Aufgrund der Skalierbarkeit des Plattformgeschäftsmodells bei Webgains dürfte daraus ein überproportionaler Ergebnisanstieg auf ein EBITDA i.H.v. 4,6 Mio. Euro (+30,2% yoy) resultieren. Weiteren Rückenwind sollte ad pepper auch in H2/20 durch die nach wie vor bestehenden COVID-19-Einschränkungen im stationären Handel sowie die zahlreichen Endkundenaktionen (Singles Day, Black Friday, Cyber Monday) und das Weihnachtsgeschäft mit in der Regel besonders hohen E-Commerce-Volumina spüren. Insgesamt ist ad pepper für uns daher ein klarer Profiteur der „Corona-Krise".

Trotz dieser aussichtsreichen Perspektiven wird ad pepper auf dem aktuellen Kursniveau mit einer finanzschuldenfreien Bilanz und rund 20 Mio. Euro an Liquiden Mittel nur mit einem EV von 44,3 Mio. Euro bewertet. Ein EV/EBITDA-Multiple von 7,4x für 2021 halten wir jedoch für deutlich zu gering, sodass wir Investoren einen Einstieg bzw. Ausbau der Position noch vor dem positiven Newsflow der Q2-Zahlen empfehlen.

Fazit: ad pepper ist sehr gut in das Krisenjahr 2020 gestartet und dürfte das Wachstumstempo im Jahresverlauf auf hohem Niveau halten können. Aufgrund des durch die diesjährigen Ereignisse u.E. beschleunigten strukturellen Wandels im Werbemarkt sollte dies kein temporärer Effekt bleiben. Wir nehmen die Aktie daher mit einem DCF-basierten Kursziel von 4,70 Euro und dem Rating „Kaufen" wieder in die Coverage auf.

Geschäftsjahresende: 31.12.	2018	2019	2020e	2021e	2022e
Umsatz	20,3	21,8	24,4	27,3	30,1
Veränderung yoy	8,3%	7,5%	12,1%	11,8%	10,3%
EBITDA	1,4	3,5	4,6	6,0	7,4
EBIT	1,0	2,5	3,5	4,9	6,2
Jahresüberschuss	0,2	1,4	1,9	2,7	3,6
Bruttomarge	96,4%	96,2%	96,6%	96,9%	97,1%
EBITDA-Marge	6,7%	16,1%	18,7%	21,8%	24,4%
EBIT-Marge	5,1%	11,6%	14,5%	17,9%	20,7%
Net Debt	-18,2	-25,2	-27,2	-30,9	-35,6
Net Debt/EBITDA	-13,5	-7,2	-5,9	-5,2	-4,8
ROCE	-38,5%	-56,5%	-51,2%	-71,0%	-86,4%
EPS	0,01	0,06	0,09	0,13	0,17
FCF je Aktie	-0,08	0,28	0,09	0,18	0,22
Dividende	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Dividendenrendite	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
EV/Umsatz	2,2	2,0	1,8	1,6	1,5
EV/EBITDA	32,7	12,6	9,7	7,4	6,0
EV/EBIT	43,1	17,6	12,5	9,1	7,1
KGV	304,0	50,7	33,8	23,4	17,9
KBV	4,1	3,7	3,3	2,8	2,3

Quelle: Unternehmen, Montega, CapitalIQ — Angaben in Mio. EUR, EPS in EUR Kurs: 3,04

INHALTSVERZEICHNIS

Investment Case 3

Ausgaben für digitale Werbung bleiben trotz COVID-19 klarer Wachstumstreiber 4
Kritische Masse und hohe Betreuungsqualität als Wettbewerbsvorteile 6
Erhöhtes Wachstumstempo im Jahresauftaktquartal dürfte anhalten 6
Margenverbesserung durch unterproportionale OPEX-Entwicklung visibel 8
Starke Q2-Zahlen dürften Katalysator für die Aktie sein 9
Historische Multiples und DCF-Modell signalisieren deutliche Unterbewertung 10
Fazit 10

SWOT 11

Stärken 11
Schwächen 11
Chancen 11
Risiken 12

Bewertung 13

DCF-Modell 13

Unternehmenshintergrund 15

Historie 15
Konzernstruktur 16
Segmentbetrachtung 16
Umsatz nach Regionen 18
Management 18
Aktionärsstruktur 18

Anhang 20

Disclaimer 24

INVESTMENT CASE

ad pepper media International N.V. ist eine der führenden Agenturen für Performancemarketing in Europa. Das Unternehmen 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. Unter der Holding sind sieben Gesellschaften mit Niederlassungen in vier europäischen Ländern und den USA angesiedelt. Das operative Geschäft gliedert sich in folgende drei Segmente:

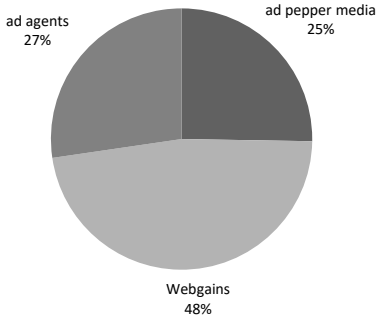
- **ad pepper media** konzentriert sich mit Deutschland, Spanien und Frankreich auf drei Kernregionen. Der Fokus der Geschäftstätigkeit liegt auf der Gewinnung von interessierten Kunden für Dritte, die sich bei einem werbetreibenden Unternehmen online registrieren und ihre Daten übermitteln. Die generierten Interessentendaten (sogenannte Leads) werden durch ad pepper media aufbereitet und dem Werbetreibenden zur Verfügung gestellt. Dieser Kunde bezahlt für erfolgreich generierten Leads dann eine Provision. Ausgesteuert werden die von ad pepper media erstellten Kampagnen letztlich durch grafische Werbemittel (Display Advertising) wie z.B. Banner, Buttons, Videos, Animationen oder Bilder. Um den Erfolg einer Kampagne zu maximieren, greift das Unternehmen auch auf patentierte Technologien zurück (z.B. iSense und iLead), die zu einer genauen Zielgruppenansprache ohne Streuverlust führen sollen.

- **Webgains** gehört zu den führenden europäischen Affiliate-Netzwerken. Inzwischen sind mehr als 1.850 Werbetreibende (Merchants) und 250.000 Affiliates in über 170 Ländern an das Netzwerk angeschlossen. Dabei tritt Webgains im E-Commerce als Intermediär zwischen werbetreibenden Merchants und Publishern auf. Die Merchants platzieren mittels der Technologie-Plattform von Webgains ihre Werbemittel (z.B. Banner oder Links) auf den Websites der Publisher. Dieser monetarisiert durch die Weiterleitung zum Shop seinen eigenen Traffic. Allerdings erhält der Publisher nur dann eine Abschlussprovision, wenn tatsächlich auch ein Kauf erfolgt. Webgains wiederrum bekommt im Erfolgsfall als Plattformbetreiber ebenfalls eine Provision.

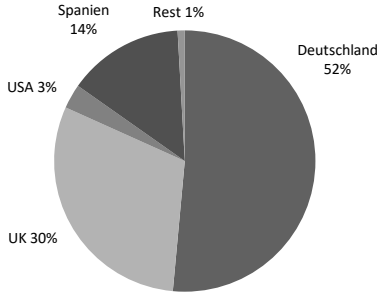
- **ad agents** ist eine Full-Service-Agentur für digitale Beratung und Performance-Marketing. Das Leistungsspektrum ist in den letzten Jahren mit fortschreitender Digitalisierung deutlich gewachsen und beinhaltet heute weit mehr als nur Suchmaschinenmarketing (Search Engine Marketing – SEM). Neben der Suchmaschinenwerbung (SEA) und Suchmaschinenoptimierung (SEO) berät ad agents u.a. in den Bereichen Social Media Advertising, Display Advertising, Affiliate Marketing, Amazon Advertising oder Google Marketing Platform. Durch diese Weiterentwicklung des Geschäftsmodells hat ad agents gezeigt, dass die Agentur mit neu entstehenden Kanälen sowie interdisziplinären Verflechtungen mitwächst.

Mit einem Anteil von 52% entfällt auf Deutschland derzeit der größte Umsatzanteil. Weitere Kernregionen sind UK (30%) und Spanien (14%). Perspektivisch gehen wir davon aus, dass sich neben Deutschland, Großbritannien und Spanien auch Frankreich und Italien zu relevanten Regionen entwickeln. Hinsichtlich der Segmentverteilung erwarten wir einen leicht steigenden Anteil des skalierbaren Webgains-Segments.

Umsatzverteilung nach Segmenten 2019



Umsatzverteilung nach Regionen 2019



Quelle: Unternehmen

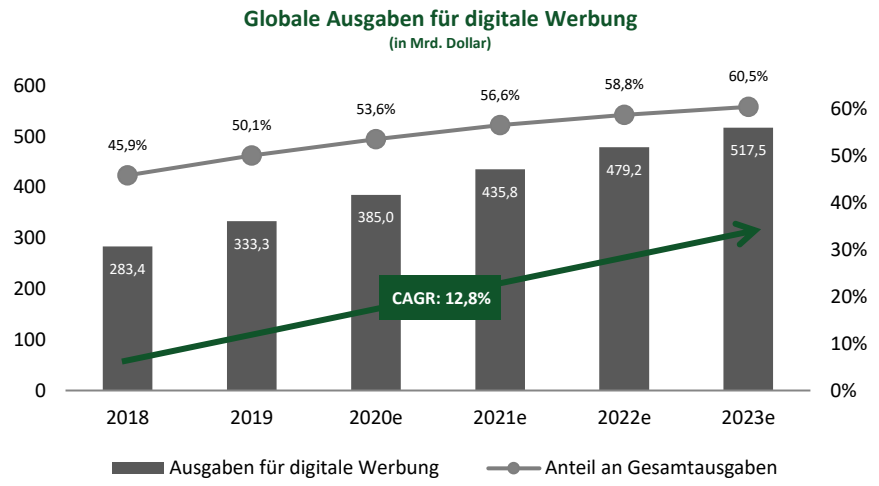
Ausgaben für digitale Werbung bleiben trotz COVID-19 klarer Wachstumstreiber

Anfang des Jahres hat die weltweit agierende Agenturgruppe Dentsu Aegis Network in einem Ausblick auf den Werbemarkt prognostiziert, dass u.a. diverse Großveranstaltungen das Wachstum der globalen Werbeausgaben im laufenden Jahr auf 3,9% erhöhen dürften (2019: 2,6%). Dabei sollte die digitale Werbung mit einer jährlichen durchschnittlichen Wachstumsrate von 10,4% (CAGR19-21e) der klare Wachstumstreiber sein.

Durch den dramatischen Verlauf der weltweiten Corona-Pandemie sowie der damit einhergehenden negativen makroökonomischen Auswirkungen auf etliche Branchen dürften sich nun jedoch auch die Erwartungen an die Entwicklung des Werbemarkts reduziert haben. Nicht zuletzt sorgen diverse Absagen bzw. Verlegungen medienwirksamer Großveranstaltungen wie z.B. der Fußball Europameisterschaft oder der Olympischen Sommerspiele dafür, dass Werbebudgets storniert oder verschoben werden. Auch ad pepper hat im Rahmen der Q1-Zahlen angedeutet, dass Endkunden einiger Branchen (u.a. Travel, Hotel und Transportation) deutlich weniger Marketingaktivitäten durchführen.

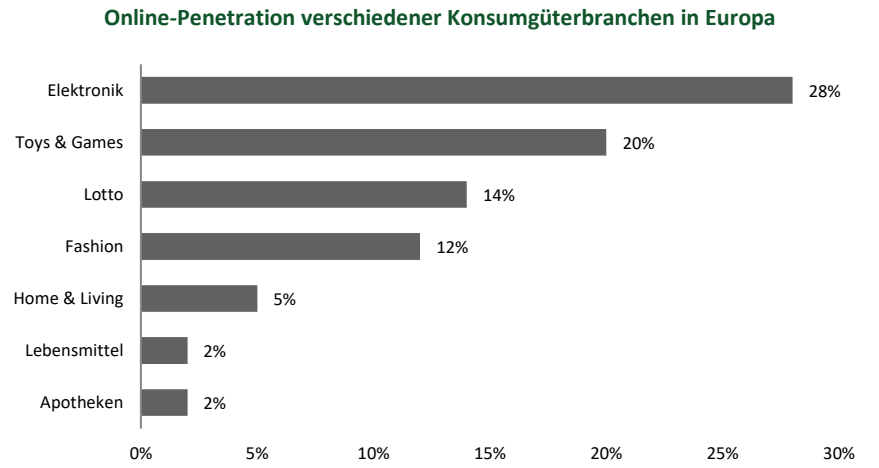
Auf der anderen Seite berichtet ad pepper über zahlreiche Bereiche mit stabilen bzw. sogar steigenden Werbebudgets (u.a. Sport, Freizeit & Hobbies, Home & Garden sowie Toys & Games). Die positiven Effekte von Unternehmen aus dieser sogenannten „Stay-at-home-Economy“ haben bei ad pepper im März überwogen und sollten insbesondere im Segment Webgains zu einer Wachstumsbeschleunigung in Q2/20 führen.

Auch wir halten zwar global betrachtet eine temporäre Abkühlung der Werbeausgaben für wahrscheinlich, sehen jedoch die digitale Werbung als nachgelagerten Profiteur der aktuellen Krise. Mittel- und langfristig rechnen wir mit einer Beschleunigung des Digitalisierungstrends und einer entsprechenden Werbebudgetverschiebung in Richtung Online-Marketing. Klassische Medien wie TV, Radio und Print werden u.E. mit zunehmender Internetnutzung weiter an Bedeutung verlieren. So prognostiziert neben Dentsu Aegis auch das Marktforschungsunternehmen eMarketer einen deutlichen Anstieg der globalen Ausgaben für digitale Werbung (CAGR18-23e: 12,8%). Bemerkenswert ist in diesem Zusammenhang auch der sich verschiebende Anteil an den Gesamtwerbeausgaben, der von 45,9% im Jahr 2018 auf 60,5% in 2023 spürbar steigen soll.



Quelle: eMarketer

Die dargestellte Verschiebung von Werbebudgets in Richtung Online-Marketing wird nicht zuletzt durch den Trend zur Verlagerung stationärer Einkäufe ins Internet stetig vorangetrieben. In einigen Produktbereichen (u.a. Elektronik, Bücher, Fashion) ist der E-Commerce-Anteil in den letzten Jahren bereits massiv gestiegen, sodass sich hier auch die Wettbewerbslandschaft signifikant verändert hat. Andere Segmente, wie z.B. Lebensmittel, Möbel oder Medikamente, weisen aktuell noch deutlich geringere Online-Penetrationsraten auf. Wir erwarten jedoch auch hier einen strukturellen Wandel mit einem stetig größer werdenden Onlineanteil.



Quelle: Unternehmen, Montega

Regional betrachtet gehören die für ad pepper derzeit wichtigsten Märkte Deutschland und Großbritannien mit einem E-Commerce-Anteil am Gesamtumsatz des Einzelhandels von 11 bzw. 14% zu den Märkten mit der höchsten Penetrationsrate (Quelle: Eurostat). Trotz der damit verbundenen höheren Basis wird für Deutschland ein weiteres E-Commerce-Wachstum von 6,5% p.a. bis 2024 erwartet. Mit einem durchschnittlichen Wachstum von 4,9% p.a. wird auch für den UK-Markt eine ähnliche Wachstumsrate prognostiziert (Quelle: eMarketer).

Diese Zahlen machen u.E. deutlich, dass sich ad pepper in einem attraktiven Marktumfeld bewegt, das nachhaltig zum einen durch die globale Verschiebung von Werbebudgets ins Internet und zum anderen von einem steigenden Anteil der E-Commerce-Volumina getrieben werden sollte.

Kritische Masse und hohe Betreuungsqualität als Wettbewerbsvorteile

Durch die Attraktivität des Marktumfelds ist u.E. auch das Wettbewerbsumfeld als kompetitiv zu beurteilen. Die Geschäftseinheiten ad agents und ad pepper media verfügen über langjährige Erfahrung im Performancemarketing und können sich so gegen (zum Teil auch deutlich größere) Wettbewerber wie Syzygy, SinnerSchrader, HAVAS, Artefact, blueSummit, YOC, Videobeat, performance media, iProspect oder Peak Ace behaupten. Trotz der Expertise mit zahlreichen namhaften Kunden (z.B. Baur, VW, Neckermann, L'ORÉAL, Telekom, Nivea, Ergo, ADAC, yello, Alnatura u.v.m.) dürfte der Wettbewerb hier hoch bleiben und gelegentlich auch zum Verlust eines relevanten Kunden führen.

Hinsichtlich des Affiliate-Netzwerks Webgains sehen wir auf der einen Seite die Markteintrittsbarrieren aufgrund der äußerst geringen Anlagenintensität als gering an. Um die technischen Voraussetzungen zum Betrieb eines Affiliate-Netzwerks zu schaffen ist nur ein geringer Kapitaleinsatz notwendig. ad pepper wies beispielsweise per 31.12.2019 Sachanlagen und immaterielle Vermögenswerte von nur 0,8 Mio. Euro aus (1,8% der Bilanzsumme). Darüber hinaus sind die Wechselkosten eines Merchants unter etablierten Netzwerken gering, da die Registrierung auf einer anderen Plattform schnell und ohne großen Aufwand durchführbar ist. Für die Publisher existieren noch geringere Wechselkosten, sodass hier sogar zu beobachten ist, dass die Schnittmenge bei den Publishern zwischen den führenden Netzwerken wie z.B. AWIN und Webgains hoch ist.

Auf der anderen Seite verfügt Webgains u.E. über die notwendige kritische Masse an angeschlossenen Publishern (>250.000) und Merchants (>1.850), um sich im durchaus kompetitiven Marktumfeld durchsetzen zu können. Neben der Netzwerkgröße bietet Webgains seinen Kunden eine hohe Servicequalität und stellt ein detailliertes Reporting über den Erfolg der Werbekampagnen bereit. Wettbewerber in diesem Bereich sind z.B. Tradedoubler (>2.000 Merchants & >180.000 Publisher), AWIN (>10.000 Merchants & >200.000 Publisher) und CJ Affiliate (>3.000 Merchants & >500.000 Publisher). Für im Aufbau befindliche Plattformen ist die Hürde, Publisher und Merchants vom Mehrwert des neuen Netzwerks zu überzeugen, sehr hoch. Zusammenfassend überwiegen für uns die Wettbewerbsvorteile aller Geschäftsbereiche. Durch die langjährige Expertise im Performance-Marketing, die erreichte kritische Größe des Affiliate-Netzwerks sowie die hohe Betreuungsqualität der Kunden sollte ad pepper vom strukturellen Marktwachstum sukzessive profitieren.

Erhöhtes Wachstumstempo im Jahresauftaktquartal dürfte anhalten

Das abgelaufene Geschäftsjahr beendete ad pepper mit einem Umsatzwachstum von +7,5% yoy auf 21,8 Mio. Euro. Alle Segmente haben zu dieser erfreulichen Entwicklung beigetragen. Besonders stark stiegen die Erlöse bei der Performanceagentur ad agents (+18,7% yoy auf 5,9 Mio. Euro), die den Rückschlag durch den Verlust einiger Kunden im Vorjahr (-7,6% yoy) damit sogar überkompensieren konnte. Das Segment ad pepper media verbesserte den Umsatz um +7,8% yoy auf 5,5 Mio. Euro und profitierte dabei von einer hohen Nachfrage im Bereich Performance-Display-Advertising und Lead-Generierung. Auch der umsatzstärkste Geschäftsbereich Webgains konnte trotz des Verlusts eines Großkunden noch ein leichtes Wachstum verzeichnen (+1,8% yoy auf 10,3 Mio. Euro).

Im ersten Quartal des laufenden Geschäftsjahres konnte ad pepper das Wachstumstempo deutlich beschleunigen (+15,7% yoy). Dies halten wir insbesondere vor dem Hintergrund rückläufiger Werbebudgets bei Kunden aus den Bereichen Reise, Hotel und Transport für bemerkenswert. Durch den Ausbruch der Corona-Pandemie haben beispielsweise staatliche Reisebeschränkungen dazu geführt, dass Unternehmen aus der Reisebranche ihre Marketingbudgets temporär nahezu komplett runtergefahren haben. Wie angedeutet gibt es jedoch auch Branchen, in denen sich die Werbeausgaben zuletzt stabil bzw. steigend zeigten.

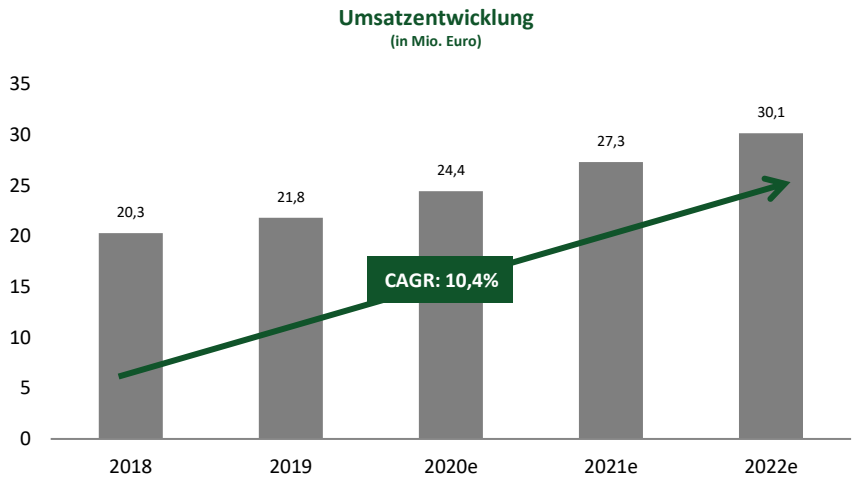
Wir gehen davon aus, dass im Rahmen der „Corona-Krise“ zahlreiche Unternehmen dem E-Commerce eine größere Beachtung geschenkt haben und interne Ressourcen nun auch nachhaltig in diesem Bereich allokieren. Zudem sind wir davon überzeugt, dass auch die Online-Penetrationsrate diverser E-Commerce-Geschäftsmodelle einen nachhaltigen Schub bekommen hat. Folglich sollten die Werbebudgets für den Online-Handel auch auf einem höheren Niveau bleiben, wodurch u.E. insbesondere das Segment Webgains stark profitieren wird. Wir rechnen daher sowohl kurz- als auch mittelfristig mit strukturellem Wachstum. Dabei lassen sich in allen Geschäftsbereichen unterschiedlich starke Treiber identifizieren:

- **ad pepper media** dürfte kurzfristig an die hohen Wachstumsraten der letzten Quartale anknüpfen können, da das aktuelle Marktumfeld auch im Bereich Performance Display-Advertising sowie Lead-Generierung für Rückenwind sorgt. Mittel- bis langfristig gehen wir insbesondere aufgrund des kompetitiven Umfelds jedoch davon aus, dass das Wachstumstempo geringer ausfällt, aber dennoch im Gleichschritt mit den weltweiten Online-Werbeausgaben (CAGR19-21e: +10,4%; Quelle: Dentsu Aegis) verläuft. Im laufenden Jahr rechnen wir mit einem Umsatz von 6,1 Mio. Euro, der dann bis 2022 auf 7,3 Mio. Euro mit durchschnittlich +9,8% p.a. steigt.

- **Webgains** sollte nicht nur kurzfristig, sondern auch mittel- und langfristig von einer Beschleunigung des Digitalisierungstrends mit einhergehenden Werbebudgetverschiebungen in Richtung der Online-Marketing-Kanäle profitieren. Wir gehen davon aus, dass das Unternehmen weiter Marktanteile gewinnen wird und somit eine Outperformance gegenüber dem jährlichen Wachstum der Online-Werbung (+10,4% p.a.) erzielt. Für 2020 gehen wir daher von Erlösen i.H.v. 11,7 Mio. Euro aus, die dann in 2021 auf 13,3 Mio. Euro bzw. 2022 auf 14,8 Mio. Euro steigen sollten (CAGR19-22e: +12,8 %).

- **ad agents** hat im abgelaufenen Geschäftsjahr den Turnaround geschafft und die Kundenverluste des Vorjahres überkompensiert. Diese Entwicklung verdeutlicht, dass die Performanceagentur u.E. auf der einen Seite in einem sehr wettbewerbsintensiven Marktumfeld tätig ist. Auf der anderen Seite halten wir ad agents für gut positioniert, um sich auch gegen deutlich größere Agenturen wie z.B. der zum Dentsu Aegis Network gehörenden iProspect durchzusetzen. Folglich sollte es ad agents auch über die nächsten Jahre gelingen, im Einklang mit dem Online-Werbemarkt zu wachsen. Im laufenden Geschäftsjahr rechnen wir mit einem Umsatz von 6,7 Mio. Euro. In den Folgejahren dann mit 7,4 Mio. Euro bzw. 8,0 Mio. Euro (CAGR19-22e: +10,3%)

Insgesamt sollte ad pepper somit den Umsatz bis 2022 auf 30,1 Mio. Euro deutlich steigern.



Quelle: Unternehmen, Montega

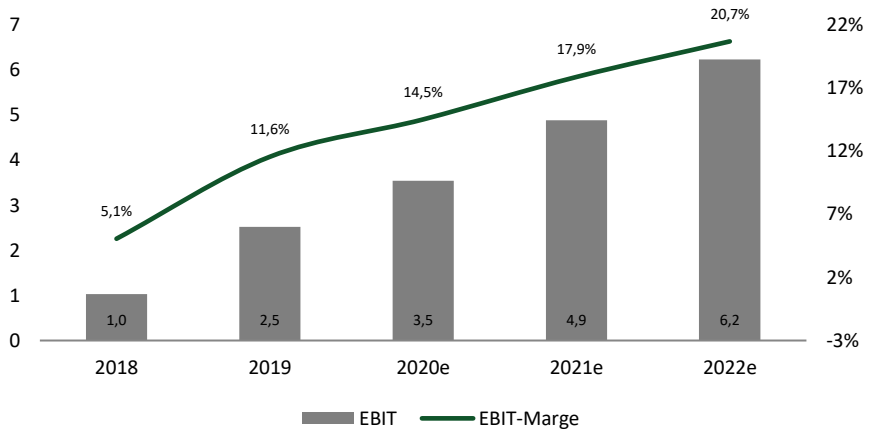
Margenverbesserung durch unterproportionale OPEX-Entwicklung visibel

Die Kostenbasis wird bei ad pepper von den Vertriebs- und Verwaltungskosten dominiert. Hierbei entfällt der Löwenanteil auf die Vertriebskosten (2019: 12,2 Mio. Euro), die in Verbindung mit der Kunden- und Auftragsakquise stehen. Mit 9,9 Mio. Euro ist der Großteil wiederrum den Personalkosten zuzuordnen. In der zweitgrößten Kostenposition der Verwaltungskosten (2019: 6,9 Mio. Euro) sind weitere Personalaufwendungen aus der Holding, Rechts-, Beratungs- und Prüfungskosten sowie Raummieten subsummiert. Insgesamt machen die Personalkosten mit rund 75% den mit Abstand größten Teil der OPEX bei ad pepper aus.

Da dem Erlöswachstum im abgelaufenen Geschäftsjahr nur eine unterproportionale OPEX-Steigerung gegenüberstand, konnte ad pepper das EBITDA um 159,4% auf 3,5 Mio. Euro deutlich überproportional steigern und damit die zuvor bereits zwei Mal angehobene Guidance nochmals übertreffen (Guidance: 2,8 bis 3,0 Mio. Euro). Besonders stark stieg das Ergebnis in den Segmenten ad agents (+1.927,5% auf 0,8 Mio. Euro) und Webgains (+194,8% auf 1,9 Mio. Euro). Die Performanceagentur ad agents zeigte damit, dass die Ergebnisdelle in 2018, die durch den Verlust mehrerer Großkunden entstanden war, kein strukturelles Problem ist. Beim Affiliate-Netzwerk Webgains ist die signifikante Ergebnissteigerung auf die Skalierbarkeit des Plattformgeschäfts zurückzuführen. Inkrementelle Umsatzsteigerungen im Segment Webgains müssen nur in geringem Maße mit der Einstellung neuer Mitarbeiter unterlegt werden.

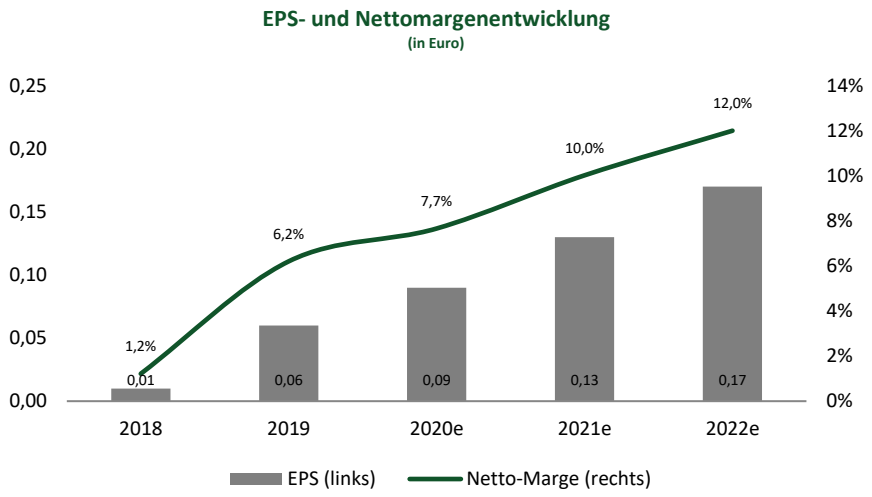
Folglich gehen wir davon aus, dass auch künftiges Wachstum durch eine unterproportionale Steigerung der Personalkosten zu einer Hebelwirkung führen wird. Im Verhältnis zum Erlöswachstum (CAGR20-22e: 11,1%) erwarten wir daher nur einen moderaten OPEX-Anstieg (CAGR20-22e: 7,2%). ad pepper dürfte somit in den nächsten Jahren eine EBIT-Marge von über 20% erzielen.

EBIT Entwicklung
(in Mio. Euro)



Quelle: Unternehmen, Montega

Hinsichtlich der Entwicklung des Nettoergebnisses rechnen wir nahezu mit einer Verdopplung auf ein EPS von 0,17 Euro in 2022. Wir führen dies auf einen ab 2020 deutlich geringeres Finanzergebnis zurück, da dieses in den Jahren 2018 und 2019 durch einmalige Verluste im Rahmen von Wertpapierveräußerungen sprunghaft angestiegen war (Finanzergebnis 2018 & 2019: -0,2 Mio. Euro vs. -0,04 Mio. Euro in 2020e ff.).



Quelle: Unternehmen, Montega

Bilanziell ist ad pepper u.E. komfortabel ausgestattet. Auf der Aktivseite dominieren die liquiden Mittel, die per 31.12.2019 mit 25,2 Mio. Euro etwa 57% der Bilanzsumme ausmachten. Nach Q1/20 wies das Unternehmen hier nur noch 20,6 Mio. Euro aus, was jedoch nicht auf eine Ertragsschwäche, sondern vielmehr auf eine deutliche Veränderung des Working Capitals zurückzuführen ist. Laut ad pepper wollte man den Geschäftspartnern in der aktuellen „Corona-Krise“ ein Zeichen finanzieller Stärke vermitteln und hat daher Rechnungen früher beglichen. Neben den Liquiden Mitteln entfällt ein weiterer Großteil der Aktiva auf Forderungen aus Lieferungen und Leistungen (35% der Bilanzsumme), die primär aus Provisionsansprüchen gegen Merchants hervorgehen. Vernachlässigbar ist die Höhe der immateriellen Vermögensgegenstände (0,4 Mio. Euro) und insbesondere der Sachanlagen (0,4 Mio. Euro), wodurch auch die sehr geringe Kapitalintensität des Plattform-Geschäftsmodells deutlich wird.

Auf der Passivseite machen Verbindlichkeiten aus Lieferungen und Leistungen mit rund 42% der Bilanzsumme die größte Position aus. Hier werden Provisionen an Affiliates subsummiert, die noch nicht ausbezahlt wurden. Da das Affiliate Netzwerk Webgains seine Netzwerkpartner mit einer zeitlichen Latenz zur Vereinnahmung der Provision von den Merchants bedient, liegt die Net-Working-Capital-Quote grundsätzlich im negativen Bereich (2019: -11,6% vom Umsatz). Zweitgrößte Position auf der Passiva ist das Eigenkapital mit zuletzt etwa 40% der Bilanzsumme. Finanzverbindlichkeiten bestehen keine.

Starke Q2-Zahlen dürften Katalysator für die Aktie sein

Da ad pepper im Rahmen der Q1-Berichterstattung für das Segment Webgains sogar eine Beschleunigung des Wachstums in Aussicht gestellt hat, gehen wir von einer starken operativen Entwicklung im zweiten Quartal aus. Für Webgains rechnen wir daher in Q2/20 mit einem dynamischen Umsatzwachstum auf 2,9 Mio. Euro (+17,5% yoy vs. +6,1% in Q1/20). Auch ad agents sollte im zweiten Quartal auf Erlöse i.H.v. 1,6 Mio. Euro weiterwachsen (+10,5% yoy). Für ad pepper media gehen wir in Q2/20 nur von einem konstanten Umsatzniveau aus (1,8 Mio. Euro), da das starke Wachstum im Vorjahresquartal (Q2/19: +30,1% yoy) u.E. auf einen größeren Kundenauftrag schließen lässt, der so nicht direkt replizierbar ist. Insgesamt dürfte in Q2/20 ein Konzernumsatz von 6,3 Mio. Euro (+10,2% yoy) erreicht werden. Darüber hinaus dürfte der Vorstand im Rahmen der vorläufigen H1-Zahlen, die wir Mitte Juli erwarten, auch erstmalig eine Guidance für FY2020 kommunizieren.

Im zweiten Halbjahr liegt das Hauptaugenmerk für uns auf dem traditionell wichtigen Jahresschlussquartal, dass durch die Vorweihnachtszeit sowie verschiedene Sales-Events geprägt ist. In diesem Zusammenhang gehen wir davon aus, dass Endkundenaktionen wie der Singles Day, Black Friday oder Cyber Monday weiter an Bedeutung gewinnen und somit auch zu steigenden Erlösen im Performance-Marketing führen. Das FY2020 sollte daher insgesamt ein sehr erfolgreiches Jahr für ad pepper werden, was u.E. auf dem aktuellen Bewertungsniveau jedoch noch nicht reflektiert wird.

Historische Multiples und DCF-Modell signalisieren deutliche Unterbewertung

Auf dem derzeitigen Bewertungsniveau wird rund 30% der Marktkapitalisierung von 63,8 Mio. Euro allein durch das Net Cash abgedeckt. Der Enterprise Value beträgt demnach lediglich 44,3 Mio. Euro, was zu einem EV/EBITDA-Multiple für 2021 i.H.v. nur 7,4x führt. Mit Blick auf die historische Bewertung, wonach ad pepper im Durchschnitt der letzten fünf Jahre mit einem EV/EBITDA von 15,9x bewertet wurde, halten wir das aktuelle Niveau für deutlich zu gering. Als einen Grund für die aktuell immer noch niedrige Bewertung sehen wir die Nachwirkungen der schwächeren operativen Entwicklung in 2018 an, die damals einige Marktteilnehmer negativ überrascht hatte. Das verloren gegangene Vertrauen konnte ad pepper trotz erfreulicher Entwicklung in 2019 und Q1/20 noch nicht gänzlich zurückgewinnen. Mit Vorlage starker Q2-Zahlen sollte die Zuversicht des Marktes in die Funktionsfähigkeit des Geschäftsmodells jedoch wieder zunehmen und die Aktie im Falle einer steigenden Marktkapitalisierung in Richtung 100 Mio. Euro bei mehr Investoren in den Fokus gelangen.

Zur Ermittlung des fairen Wertes der ad pepper-Aktie haben wir darüber hinaus auf ein DCF-Modell zurückgegriffen. Dies reflektiert die guten Wachstumsaussichten im Online-Werbemarkt sowie das erwartete profitable Wachstum von ad pepper. Unter der Annahme eines WACC von 8,9% ergibt sich aus dem DCF-Modell ein fairer Wert von 4,70 pro Aktie, was verglichen mit dem Vortagesschlusskurs einer deutlichen Unterbewertung von 55% entspricht.

Auf eine Plausibilisierung im Rahmen einer Peergroup-Bewertung haben wir aufgrund fehlender börsennotierter Vergleichsunternehmen verzichtet. In Teilen ist die zu WPP gehörende SYZYGY AG mit ad agents verwandt. Mit Webgains wiederrum wäre AWIN (ehemals Zanox + Affilinet) vergleichbar. Allerdings ist AWIN deutlich größer und (noch) nicht börsennotiert. Für den börsennotierten „Closest-Peer“ Tradedoubler aus Schweden liegen keine Konsensschätzungen und somit auch keine Forward-Multiples vor.

Fazit

ad pepper ist erfolgreich in das Krisenjahr 2020 gestartet und hat im Rahmen der Q1-Berichterstattung u.E. auch einen vielversprechenden Ausblick auf das zweite Quartal gegeben. Da der Kapitalmarkt dies bisher nicht gewürdigt hat (3M rel. zum CDAX -8,1%). halten wir den Zeitraum bis zu den Q2-Zahlen für eine ideale Gelegenheit, um ein Investment einzugehen. Mit einem DCF-basierten Kursziel von 4,70 Euro empfehlen wir die ad pepper-Aktie zum Kauf.

SWOT

Insgesamt überwiegen derzeit die Stärken von ad pepper, die wir vor allem in der guten Marktposition im Kernmarkt Deutschland, UK und Spanien sowie der sehr komfortablen Bilanzsituation sehen. Darüber hinaus bietet das Marktumfeld, das durch die zunehmende Verlagerung von Werbebudgets in den Online-Bereich sowie steigende E-Commerce-Volumina geprägt ist, noch erhebliche Chancen. Schwächen und Risiken sehen wir insbesondere aufgrund der Abhängigkeit vom dennoch zyklischen Werbemarkt sowie einzelnen Großkunden. Auch das dauerhaft bestehende Risiko disruptiver Technologien ist u.E. insbesondere beim Plattform-Betreiber Webgains nicht zu unterschätzen.

Stärken

- Die Größe des Netzwerks ist im Affiliate-Marketing ein entscheidender Faktor, um eine optimale Verbindung von Publishern und Merchants zu ermöglichen. Webgains hat u.E. diese kritische Größe bereits erreicht und ist vor allem im UK-Markt stark positioniert.

- ad pepper ist bilanziell grundsolide aufgestellt. Das Unternehmen hat keine Finanzschulden und verfügt im Vergleich zur Unternehmensgröße über eine hohe Netto-Liquidität von 20,6 Mio. Euro, sodass die Liquiditätslage u.E. langfristig gesichert ist.

- In den drei thematisch aneinander angrenzenden operativen Segmenten lassen sich u.E. Cross-Selling-Potenziale und Synergien realisieren. So kann beispielsweise ein Kunde der Performanceagentur ad agents auch die Strukturen des Affiliate-Netzwerks Webgains nutzen.

Schwächen

- Die Geschäftsentwicklung ist abhängig vom zyklischen Werbemarkt.

- Da in der Regel keine langfristigen Kundenverträge bestehen, kann der Verlust eines Großkunden ad pepper empfindlich treffen.

- Im Segment Webgains bestehen für die Merchants nur geringe Wechselkosten beim Verlassen eines Netzwerks. Da in der Praxis auch durchaus hohe Schnittmengen der angeschlossenen Merchants und Publisher zwischen den führenden Netzwerken wie AWIN und Webgains bestehen, ist der Wettbewerb als durchaus hoch einzustufen.

- Im internationalen Online-Marketingmarkt gehört ad pepper nicht zu den ganz großen Unternehmen, sodass einige Wettbewerber über eine breitere Kundenbasis, höhere Bekanntheit als Arbeitgeber sowie größere Finanzkraft verfügen.

Chancen

- Durch die weitere Verlagerung von Werbeumsätzen aus den klassischen Kanälen wie Print & TV ins Internet dürfte der für ad pepper relevante Gesamtmarkt sukzessive mit attraktiven Raten wachsen.

- In Verbindung mit dem anhaltenden Marktwachstum sollte das Geschäftsmodell von Webgains weiter skalieren und ein höheres Margenniveau ermöglichen.

- Die hohe Netto-Liquidität bietet in Verbindung mit einem M&A-erfahrenen Management die Möglichkeit, opportunistisch Zukäufe zu tätigen.

- Durch den Ankeraktionär Müller Mediengruppe (EMA B.V. und Euro Serve Media GmbH), der insgesamt rund 47% der Anteile hält, könnte einer Übernahme von ad pepper erleichtert werden. In der Vergangenheit war in der Performance-Marketing-Branche durchaus eine hohe M&A-Aktivität zu verzeichnen. So schloss sich zuletzt beispielsweise der zum Medienkonzern Axel Springer

gehörende europäischen Marktführer Zanox mit Affilinet von United Internet zusammen und bildete inzwischen unter der neuen Brand AWIN das mit Abstand größte Affilinet-Netzwerk in Europa.

Risiken

- Bei nachlassendem Marktwachstum im Bereich Affiliate-Marketing würden bedeutende Merchants voraussichtlich beginnen, die Höhe ihrer Netzwerkprovisionen stärker zu verhandeln. Dies könnte zum Kundenverlust oder Margendruck führen.

- Die Geschwindigkeit des technologischen Wandels im Online-Marketing bleibt hoch. Disruptive Neuerungen mit einer sich dadurch verschärfenden Wettbewerbssituation sind jederzeit möglich.

- Eine weitere Verbreitung von AdBlock-Technologie stellt zusammen mit neuen gesetzlichen Privacy-Richtlinien ein zusätzliches Risiko dar und würde zu ungeplanten Entwicklungs- und Investitionsausgaben führen.

- Mit rund 30% Umsatzanteil ist Großbritannien ein wichtiger Markt für ad pepper und im Speziellen für das Affiliate-Netzwerk Webgains von Großer Bedeutung. Aufgrund des Brexits besteht das Risiko, dass die Kaufkraft der Bevölkerung und dadurch auch die Erlöse im Performance-Marketing sinken.

- Durch die „Corona-Krise“ dürfte die gesamtwirtschaftliche Entwicklung in Europa und Übersee zumindest kurzfristig schwächeln. Letztlich könnte dies auch negative Auswirkungen auf den Bereich Online-Marketing haben. Allerdings dürfte das Performancemarketing am wenigsten betroffen sein, da Werbetreibende u.E. hier deutlich später als in nicht-performancegetriebenen Werbekanälen Sparmaßnahmen einleiten.

BEWERTUNG

Unsere Bewertung der ad pepper-Aktie basiert in erster Linie auf einem DCF-Modell. Auf eine Plausibilisierung im Rahmen einer Peergroup-Bewertung haben wir aufgrund fehlender börsennotierter Vergleichsunternehmen verzichtet.

DCF-Modell

Unser DCF-Modell reflektiert die guten Wachstumsaussichten im Online-Werbemarkt. Hier glauben wir an eine weitere Verschiebung von Werbeetats zu Gunsten des Online-Marketings, wovon alle drei Segmente von ad pepper profitieren sollten. In unserem Bewertungsmodell gehen wir von einem organischen Wachstum über Marktniveau aus. Dies wird u.E. dazu führen, dass 2022 ein Umsatzniveau von 30,1 Mio. Euro erzielt wird.

Ergebnisseitig dürfte insbesondere das Plattformgeschäftsmodell im Segment Webgains zu sukzessiven Margenverbesserung führen. Wir rechnen mit einem Anstieg der EBIT-Marge auf 20,7% in 2022. Langfristig sollte dann eine durchschnittliche EBIT-Marge von 22% erreichbar sein.

Das verwendete Beta von 1,2 reflektiert u.a. das etwas höhere systematische Risiko, da ad pepper als Technologieunternehmen u.E. permanent der Gefahr einer disruptiven Innovation ausgesetzt ist.

Die risikolose Rendite wird auf Basis langfristiger, festverzinslicher Wertpapiere mit 2,5% angenommen. Für die Marktrendite werden 9,0% unterstellt, was insgesamt zu einer Risikoprämie von 6,5% führt. Unter der Annahme einer langfristigen Fremdkapitalquote von 20% ergibt sich ein WACC von 8,9%.

Zur Ermittlung des Terminal Value wurden eine ewige Wachstumsrate von 3,0% unterstellt.

Für die Aktie von ad pepper ermittelt sich somit aus dem DCF-Modell ein fairer Wert von 4,70 Euro.

DCF Modell

Angaben in Mio.Euro	2020e	2021e	2022e	2023e	2024e	2025e	2026e	Terminal Value
Umsatz	**24,4**	**27,3**	**30,1**	**33,1**	**35,4**	**37,2**	**38,7**	**39,8**
Veränderung	*12,1%*	*11,8%*	*10,3%*	*9,9%*	*7,0%*	*5,0%*	*4,0%*	*3,0%*
EBIT	**3,5**	**4,9**	**6,2**	**7,7**	**8,2**	**8,6**	**9,0**	**8,8**
EBIT-Marge	14,5%	17,9%	20,7%	23,2%	23,2%	23,2%	23,2%	22,0%
NOPAT	**2,5**	**3,4**	**4,4**	**5,4**	**5,8**	**6,0**	**6,3**	**6,1**
Abschreibungen	**1,0**	**1,1**	**1,1**	**1,2**	**1,2**	**1,1**	**1,0**	**1,0**
in % vom Umsatz	*4,2%*	*4,0%*	*3,7%*	*3,6%*	*3,3%*	*3,0%*	*2,6%*	*2,4%*
Liquiditätsveränderung								
- Working Capital	-1,0	-0,1	-0,1	-0,2	-0,2	-0,2	-0,2	-0,1
- Investitionen	-0,5	-0,6	-0,7	-0,8	-0,8	-0,9	-1,0	-1,0
Investitionsquote	*2,2%*	*2,2%*	*2,3%*	*2,3%*	*2,4%*	*2,4%*	*2,5%*	*2,5%*
Übriges	-0,6	-0,6	-0,6	-0,6	-0,6	-0,6	-0,6	0,0
Free Cash Flow (WACC-Modell)	**1,4**	**3,2**	**4,1**	**5,0**	**5,3**	**5,5**	**5,6**	**5,9**
WACC	8,9%	8,9%	8,9%	8,9%	8,9%	8,9%	8,9%	8,9%
Present Value	1,3	2,8	3,3	3,7	3,6	3,4	3,2	52,7
Kumuliert	**1,3**	**4,1**	**7,4**	**11,1**	**14,8**	**18,2**	**21,4**	**74,1**

Wertermittlung (Mio. Euro)	
Total present value (Tpv)	74,1
Terminal Value	52,7
Anteil vom Tpv-Wert	71%
Verbindlichkeiten	0,9
Liquide Mittel	25,2
Eigenkapitalwert	**98,4**

Aktienzahl (Mio.)	21,00
Wert je Aktie (Euro)	**4,68**
+Upside / -Downside	**54%**
Aktienkurs (Euro)	3,04

Modellparameter	
Fremdkapitalquote	20,0%
Fremdkapitalzins	5,0%
Marktrendite	9,0%
risikofreie Rendite	2,50%
Beta	1,20
WACC	8,9%
ewiges Wachstum	3,0%

Annahmen: Umsatzwachstumsraten und Margenerwartungen		
Kurzfristiges Umsatzwachstum	2020-2023	10,6%
Mittelfristiges Umsatzwachstum	2020-2025	8,8%
Langfristiges Umsatzwachstum	ab 2027	3,0%
EBIT-Marge	2020-2023	19,1%
EBIT-Marge	2020-2025	20,5%
Langfristige EBIT-Marge	ab 2027	22,0%

Sensitivität Wert je Aktie (Euro)	ewiges Wachstum				
WACC	2,25%	2,75%	**3,00%**	3,25%	3,75%
9,44%	4,16	4,31	4,39	4,48	4,69
9,19%	4,28	4,44	4,53	4,63	4,86
8,94%	4,40	4,58	**4,68**	4,80	5,05
8,69%	4,54	4,74	4,85	4,97	5,25
8,44%	4,69	4,91	5,03	5,17	5,48

Sensitivität Wert je Aktie (Euro)	EBIT-Marge ab 2027e				
WACC	21,50%	21,75%	**22,00%**	22,25%	22,50%
9,44%	4,34	4,37	4,39	4,42	4,45
9,19%	4,48	4,51	4,53	4,56	4,59
8,94%	4,63	4,66	**4,68**	4,71	4,74
8,69%	4,79	4,82	4,85	4,88	4,91
8,44%	4,96	5,00	5,03	5,06	5,10

Quelle: Montega

UNTERNEHMENSHINTERGRUND

ad pepper media International N.V. ist ein führender Online-Vermarkter mit Fokus auf Performance-Marketing. Das Unternehmen ist international tätig und betreut mit 216 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-, E-Mail- und Affiliate-Marketing individuelle und effiziente Lösungen, die nahezu die gesamte Palette der Online-Werbung abdecken.

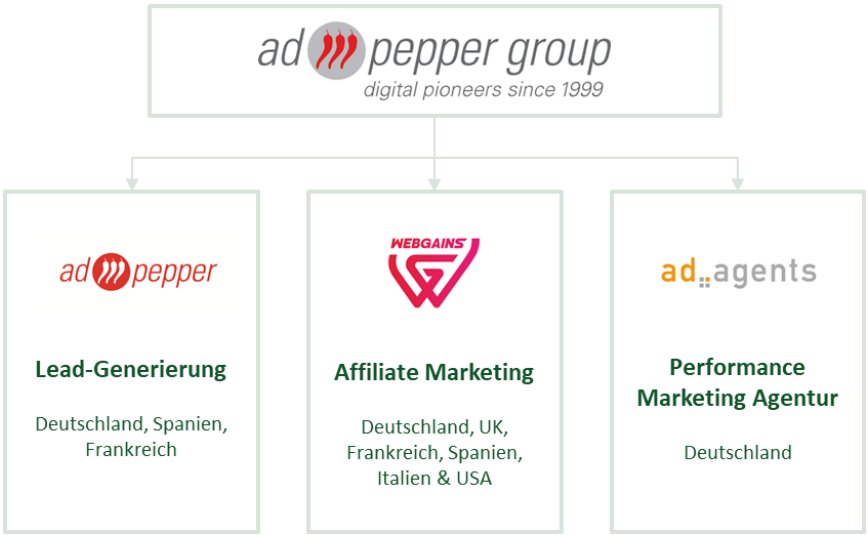
Bereits kurz nach der Gründung im Jahr 1999 begann ad pepper mit einer relativ hohen M&A-Aktivität, die verschiedenen Geschäftsbereiche auszubauen. Dabei beteiligte sich das Unternehmen immer wieder an Technologie-Unternehmen aus der digitalen Werbedienstleistungsbranche. In den Jahren ab 2008 veräußerte ad pepper gewinnbringend einen Großteil der zugekauften Unternehmen und schloss 2015 erfolgreich die Restrukturierungsphase ab. Seitdem agiert das Unternehmen mit den Geschäftsbereichen ad pepper media, ad agents und Webgains deutlich fokussierter. Nach wie vor behält sich ad pepper 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 dem auf Suchmaschinenwerbung (SEO/SEM) ausgerichteten Unternehmen ad agents
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	Kooperation mit IBM-Watson im Bereich künstlicher Intelligenz
2018	Partnerschaft mit dem Technology-Startup Humanise.AI
2019	ad pepper media expandiert nach Frankreich und erweitert das Produktangebot am bestehenden Standort in Paris

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 analog zur Konzernstruktur in drei Segmente:

- ad pepper media
- Webgains
- ad agents

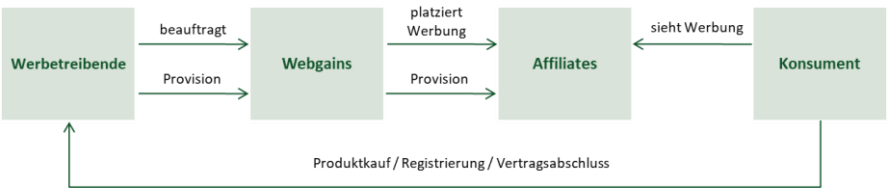
ad pepper media

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, haben sich die Erlöse zuletzt wieder stabilisiert. Grund dafür ist u.a. eine erfreuliche Entwicklung im Bereich Performance-Display-Advertising und Lead-Generierung. Die von ad pepper media erstellten Kampagnen werden letztlich durch grafische Werbemittel (Display Advertising) wie z.B. Banner, Buttons, Videos, Animationen oder Bilder ausgesteuert. Um den Erfolg einer Kampagne zu maximieren, greift das Unternehmen auch auf patentierte Technologien zurück (z.B. iSense und iLead), die zu einer genauen Zielgruppenansprache ohne Streuverlust führen sollen. So konnte das Unternehmen mit klaren Wettbewerbsvorteilen zahlreiche Aufträge für diverse namhafte Kunden gewinnen (Opel, VW, BAUR, L'ORÉAL, Telekom, Nivea). Im abgelaufenen Geschäftsjahr 2019 erzielte ad pepper media Bruttoumsätze von 11,5 Mio. Euro bzw. Nettoerlöse i.H.v. 5,5 Mio. Euro, was einem Anteil von rund 25% vom Konzernumsatz ausmachte.

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 30.000 durchgeführten Kampagnen weltweit sowie mehr als 1 Mio. generierten qualifizierten Leads pro Monat vorweisen.

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 1.850 Werbetreibende (Merchants) und 250.000 Affiliates sind in über 170 Ländern 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. Die Bezahlung erfolgt überwiegend erfolgsabhängig, d.h. ad pepper erhält für erfolgreich abgeschlossene Produktkäufe oder Vertragsabschlüsse eine Provision. In geringerem Umfang (ca. 10% des Segmentumsatzes) erlöst Webgains fixe Gebühren wie bei Anmeldung eines neuen Merchants eine Setup-Gebühr sowie monatliche Admingebühren.



Quelle: Unternehmen

Dank seines dynamischen Wachstums hat sich Webgains in den letzten Jahren mit nun rund 47% zum umsatzstärksten Segment der ad pepper-Gruppe entwickelt. Im Geschäftsjahr 2019 erzielte Webgains Bruttoerlöse i.H.v. 51,3 Mio. Euro bzw. einen Nettoumsatz von 10,3 Mio. Euro.

ad agents

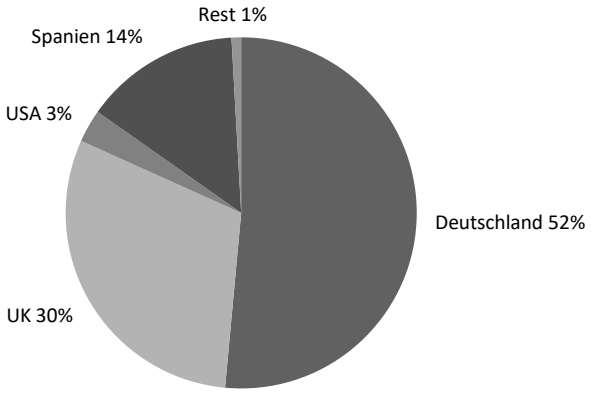
Das Konzern-Segment ad agents ist eine Full-Service-Agentur für digitale Beratung und Performance-Marketing. Dazu gehören neben Suchmaschinen-Marketing (SEM), Suchmaschinen-Advertising (SEA), Suchmaschinen-Optimierung (SEO) auch diverse andere Performance-Marketing-Elemente wie Social Media Advertising, Display Advertising, Affiliate Marketing, Amazon Advertising und die Google Marketing Platform. So ist beispielsweise in sozialen Medien wie Facebook und Twitter 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 Handel, Finanzen, Mode, Home & Living 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 27% das zweitgrößte Segment und erreichte im abgelaufenen Geschäftsjahr einen Bruttoumsatz von 21,1 Mio. Euro bzw. Nettoerlöse i.H.v. 5,9 Mio. Euro.

Umsatz nach Regionen

Die ad pepper-Konzern ist zwar international ausgerichtet und betreut Kunden aus mehr als 50 Ländern, allerdings liegt der Fokus gemessen an den Umsatzbeiträgen klar auf Deutschland, Großbritannien und Spanien. In 2019 konnten Umsatzzuwächse in allen vorgenannten Regionen erzielt werden.

Umsätze nach Regionen



Quelle: Unternehmen

Management

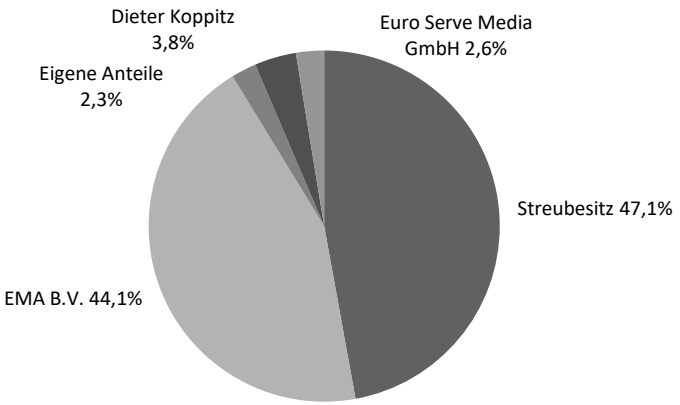
Das operative Geschäft wird derzeit alleinverantwortlich von CEO Dr. Jens Körner geleitet.

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 Dr. 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 inzwischen 44,1% die Electronic Media Advertising (EMA B.V.). 47,1% der Aktien befinden sich im Streubesitz. 2,3% werden von ad pepper selbst gehalten. Der Privatinvestor Dieter Koppitz hält 3,8%. Die Euro Serve Media GmbH besitzt 2,6% der Anteile, Geschäftsführer bei letztgenanntem Unternehmen sowie der EMA B.V. ist der ad pepper-Aufsichtsratsvorsitzende Michael Oschmann.

Aktionärsstruktur



Quelle: Unternehmen

ANHANG

G&V (in Mio. Euro) ad pepper media Int. N.V.	2017	2018	2019	2020e	2021e	2022e
Umsatz	**18,7**	**20,3**	**21,8**	**24,4**	**27,3**	**30,1**
Herstellungskosten	0,4	0,7	0,8	0,8	0,9	0,9
Bruttoergebnis	**18,3**	**19,5**	**21,0**	**23,6**	**26,5**	**29,3**
Forschung und Entwicklung	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Vertriebskosten	10,8	12,6	12,2	13,2	14,6	15,9
Verwaltungskosten	6,1	5,9	6,9	7,0	7,1	7,3
Sonstige betriebliche Aufwendungen	0,4	0,5	0,3	0,5	0,5	0,5
Sonstige betriebliche Erträge	0,7	0,5	0,9	0,7	0,7	0,7
EBITDA	**2,2**	**1,4**	**3,5**	**4,6**	**6,0**	**7,4**
Abschreibungen auf Sachanlagen	0,1	0,1	0,2	0,1	0,2	0,2
EBITA	**2,1**	**1,2**	**3,4**	**4,4**	**5,8**	**7,2**
Amortisation immaterielle Vermögensgegenstände	0,3	0,2	0,8	0,9	0,9	0,9
Impairment Charges und Amortisation Goodwill	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
EBIT	**1,8**	**1,0**	**2,5**	**3,5**	**4,9**	**6,2**
Finanzergebnis	0,0	-0,2	-0,2	0,0	0,0	0,0
Ergebnis der gewöhnlichen Geschäftstätigkeit	**1,8**	**0,8**	**2,3**	**3,5**	**4,8**	**6,2**
Außerordentliches Ergebnis	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
EBT	**1,8**	**0,8**	**2,3**	**3,5**	**4,8**	**6,2**
EE-Steuern	0,7	0,3	0,4	1,1	1,5	1,9
Jahresüberschuss aus fortgef. Geschäftstätigkeit	1,1	0,5	1,9	2,5	3,4	4,3
Ergebnis aus nicht fortgeführter Geschäftstätigkeit (netto)	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Jahresüberschuss vor Anteilen Dritter	**1,1**	**0,5**	**1,9**	**2,5**	**3,4**	**4,3**
Anteile Dritter	0,6	0,3	0,6	0,6	0,7	0,7
Jahresüberschuss	**0,6**	**0,2**	**1,4**	**1,9**	**2,7**	**3,6**

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

G&V (in % vom Umsatz) ad pepper media Int. N.V.	2017	2018	2019	2020e	2021e	2022e
Umsatz	**100,0%**	**100,0%**	**100,0%**	**100,0%**	**100,0%**	**100,0%**
Herstellungskosten	2,0%	3,6%	3,8%	3,4%	3,1%	2,9%
Bruttoergebnis	**98,0%**	**96,4%**	**96,2%**	**96,6%**	**96,9%**	**97,1%**
Forschung und Entwicklung	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
Vertriebskosten	57,53%	62,26%	56,11%	54,25%	53,61%	52,93%
Verwaltungskosten	32,51%	29,23%	31,45%	28,62%	26,11%	24,14%
Sonstige betriebliche Aufwendungen	2,11%	2,30%	1,44%	1,84%	1,65%	1,49%
Sonstige betriebliche Erträge	3,86%	2,44%	4,33%	2,66%	2,38%	2,16%
EBITDA	**11,8%**	**6,7%**	**16,1%**	**18,7%**	**21,8%**	**24,4%**
Abschreibungen auf Sachanlagen	0,7%	0,7%	0,7%	0,6%	0,6%	0,6%
EBITA	**11,0%**	**6,0%**	**15,4%**	**18,1%**	**21,2%**	**23,8%**
Amortisation immaterielle Vermögensgegenstände	1,3%	0,9%	3,8%	3,6%	3,4%	3,1%
Impairment Charges und Amortisation Goodwill	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
EBIT	**9,7%**	**5,1%**	**11,6%**	**14,5%**	**17,9%**	**20,7%**
Finanzergebnis	-0,1%	-0,9%	-1,0%	-0,2%	-0,1%	-0,1%
Ergebnis der gewöhnlichen Geschäftstätigkeit	**9,6%**	**4,1%**	**10,6%**	**14,4%**	**17,8%**	**20,6%**
Außerordentliches Ergebnis	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
EBT	**9,6%**	**4,1%**	**10,6%**	**14,4%**	**17,8%**	**20,6%**
EE-Steuern	3,5%	1,5%	1,8%	4,3%	5,3%	6,2%
Jahresüberschuss aus fortgef. Geschäftstätigkeit	6,1%	2,6%	8,8%	10,1%	12,4%	14,4%
Ergebnis aus nicht fortgeführter Geschäftstätigkeit (netto)	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Jahresüberschuss vor Anteilen Dritter	**6,1%**	**2,6%**	**8,8%**	**10,1%**	**12,4%**	**14,4%**
Anteile Dritter	3,0%	1,4%	2,6%	2,4%	2,4%	2,4%
Jahresüberschuss	**3,1%**	**1,2%**	**6,2%**	**7,7%**	**10,0%**	**12,0%**

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

Bilanz (in Mio. Euro) ad pepper media Int. N.V.	2017	2018	2019	2020e	2021e	2022e
AKTIVA						
Immaterielle Vermögensgegenstände	0,4	0,2	2,5	1,9	1,3	0,8
Sachanlagen	0,4	0,3	0,4	0,5	0,6	0,7
Finanzanlagen	2,9	2,7	0,4	0,4	0,4	0,4
Anlagevermögen	**3,7**	**3,3**	**3,4**	**2,9**	**2,4**	**2,0**
Vorräte	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Forderungen aus Lieferungen und Leistungen	14,1	17,6	14,9	16,7	18,3	19,8
Liquide Mittel	20,1	18,2	25,2	27,2	30,9	35,6
Sonstige Vermögensgegenstände	0,6	0,5	0,6	0,6	0,6	0,6
Umlaufvermögen	**34,9**	**36,3**	**40,7**	**44,5**	**49,9**	**56,0**
Bilanzsumme	**38,6**	**39,6**	**44,1**	**47,3**	**52,2**	**58,0**
PASSIVA						
Eigenkapital	**15,7**	**15,7**	**17,1**	**19,6**	**22,9**	**27,3**
Anteile Dritter	**0,8**	**0,9**	**0,9**	**0,9**	**0,9**	**0,9**
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	17,8	19,0	18,6	19,4	20,9	22,3
Sonstige Verbindlichkeiten	4,3	4,1	7,4	7,4	7,4	7,4
Verbindlichkeiten	**22,1**	**23,1**	**26,0**	**26,8**	**28,3**	**29,7**
Bilanzsumme	**38,6**	**39,6**	**44,1**	**47,3**	**52,2**	**58,0**

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

Bilanz (in % der Bilanzsumme) ad pepper media Int. N.V.	2017	2018	2019	2020e	2021e	2022e
AKTIVA						
Immaterielle Vermögensgegenstände	0,9%	0,6%	5,7%	4,1%	2,6%	1,4%
Sachanlagen	1,1%	0,8%	0,9%	1,0%	1,1%	1,2%
Finanzanlagen	7,6%	6,9%	1,0%	0,9%	0,8%	0,8%
Anlagevermögen	**9,6%**	**8,2%**	**7,6%**	**6,1%**	**4,6%**	**3,4%**
Vorräte	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Forderungen aus Lieferungen und Leistungen	36,6%	44,5%	33,8%	35,3%	35,1%	34,1%
Liquide Mittel	52,1%	46,0%	57,2%	57,5%	59,3%	61,4%
Sonstige Vermögensgegenstände	1,7%	1,2%	1,4%	1,3%	1,2%	1,0%
Umlaufvermögen	**90,4%**	**91,8%**	**92,4%**	**94,0%**	**95,5%**	**96,6%**
Bilanzsumme	**100,0%**	**100,0%**	**100,0%**	**100,0%**	**100,0%**	**100,0%**
PASSIVA						
Eigenkapital	**40,8%**	**39,5%**	**38,8%**	**41,4%**	**43,9%**	**47,1%**
Anteile Dritter	**2,0%**	**2,2%**	**2,1%**	**2,0%**	**1,8%**	**1,6%**
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	46,2%	47,9%	42,2%	41,0%	40,0%	38,4%
Sonstige Verbindlichkeiten	11,0%	10,4%	16,8%	15,7%	14,2%	12,8%
Verbindlichkeiten	**57,2%**	**58,3%**	**59,0%**	**56,7%**	**54,3%**	**51,2%**
Bilanzsumme	**100,0%**	**100,0%**	**100,0%**	**100,0%**	**100,0%**	**100,0%**

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

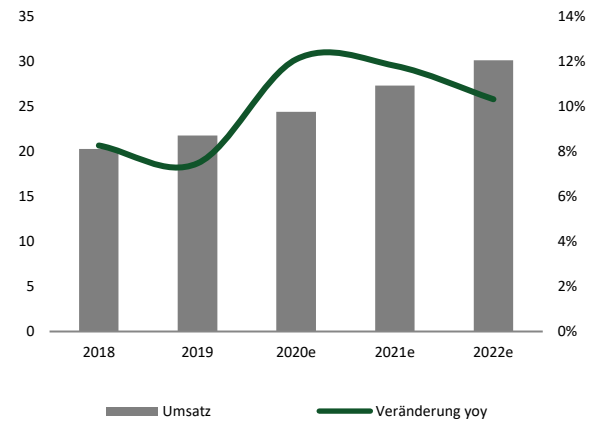
Kapitalflussrechnung (in Mio. Euro) ad pepper media Int. N.V.	2017	2018	2019	2020e	2021e	2022e
Jahresüberschuss/ -fehlbetrag	1,1	0,5	1,9	2,5	3,4	4,3
Abschreibung Anlagevermögen	0,1	0,1	0,2	0,1	0,2	0,2
Amortisation immaterielle Vermögensgegenstände	0,3	0,2	0,8	0,9	0,9	0,9
Veränderung langfristige Rückstellungen	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Sonstige zahlungsunwirksame Erträge/Aufwendungen	-1,2	0,2	-0,8	0,0	0,0	0,0
Cash Flow	**0,3**	**1,1**	**2,1**	**3,5**	**4,5**	**5,5**
Veränderung Working Capital	2,8	-2,6	4,3	-1,0	-0,1	-0,1
Cash Flow aus operativer Tätigkeit	**3,1**	**-1,5**	**6,5**	**2,5**	**4,4**	**5,4**
CAPEX	-0,4	-0,1	-0,5	-0,5	-0,6	-0,7
Sonstiges	0,0	0,0	2,2	0,0	0,0	0,0
Cash Flow aus Investitionstätigkeit	**-0,4**	**-0,1**	**1,6**	**-0,5**	**-0,6**	**-0,7**
Dividendenzahlung	-0,5	-0,2	-0,5	0,0	0,0	0,0
Veränderung Finanzverbindlichkeiten	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Sonstiges	0,1	-0,1	-0,7	0,0	0,0	0,0
Cash Flow aus Finanzierungstätigkeit	**-0,4**	**-0,3**	**-1,2**	**0,0**	**0,0**	**0,0**
Effekte aus Wechselkursänderungen	0,0	0,0	0,1	0,0	0,0	0,0
Veränderung liquide Mittel	**2,3**	**-1,9**	**6,9**	**2,0**	**3,8**	**4,7**
Endbestand liquide Mittel	**20,1**	**18,2**	**25,2**	**27,2**	**30,9**	**35,6**

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

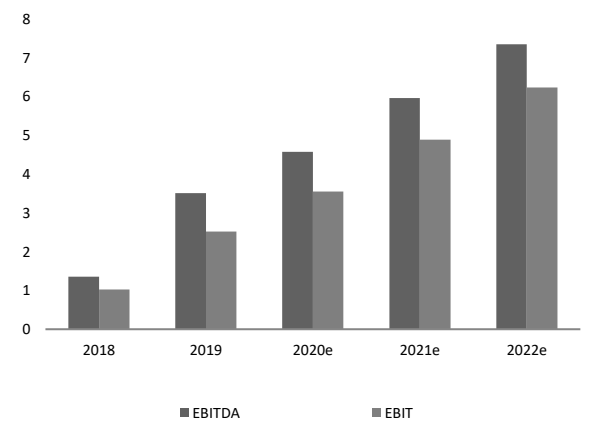
Kennzahlen ad pepper media Int. N.V.	2017	2018	2019	2020e	2021e	2022e
Ertragsmargen						
Bruttomarge (%)	98,0%	96,4%	96,2%	96,6%	96,9%	97,1%
EBITDA-Marge (%)	11,8%	6,7%	16,1%	18,7%	21,8%	24,4%
EBIT-Marge (%)	9,7%	5,1%	11,6%	14,5%	17,9%	20,7%
EBT-Marge (%)	9,6%	4,1%	10,6%	14,4%	17,8%	20,6%
Netto-Umsatzrendite (%)	6,1%	2,6%	8,8%	10,1%	12,4%	14,4%
Kapitalverzinsung						
ROCE (%)	-56,0%	-38,5%	-56,5%	-51,2%	-71,0%	-86,4%
ROE (%)	3,9%	1,5%	8,2%	10,4%	13,3%	15,2%
ROA (%)	1,5%	0,6%	3,1%	4,0%	5,2%	6,2%
Solvenz						
Net Debt zum Jahresende (Mio. Euro)	-20,1	-18,2	-25,2	-27,2	-30,9	-35,6
Net Debt / EBITDA	-9,1	-13,5	-7,2	-5,9	-5,2	-4,8
Net Gearing (Net Debt/EK)	-1,2	-1,1	-1,4	-1,3	-1,3	-1,3
Kapitalfluss						
Free Cash Flow (Mio. EUR)	2,7	-1,6	6,0	2,0	3,8	4,7
Capex / Umsatz (%)	2%	0%	2%	2%	2%	2%
Working Capital / Umsatz (%)	-16%	-12%	-12%	-13%	-10%	-8%
Bewertung						
EV/Umsatz	2,4	2,2	2,0	1,8	1,6	1,5
EV/EBITDA	20,1	32,7	12,6	9,7	7,4	6,0
EV/EBIT	24,4	43,1	17,6	12,5	9,1	7,1
EV/FCF	16,6	-	7,4	22,7	11,7	9,5
KGV	101,3	304,0	50,7	33,8	23,4	17,9
KBV	4,1	4,1	3,7	3,3	2,8	2,3
Dividendenrendite	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%

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

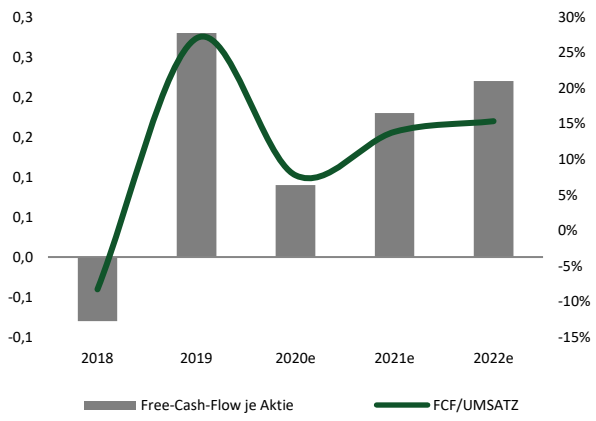
Umsatzentwicklung



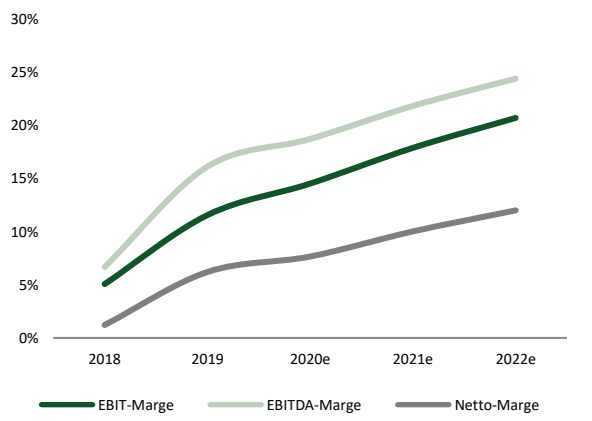
Ergebnisentwicklung



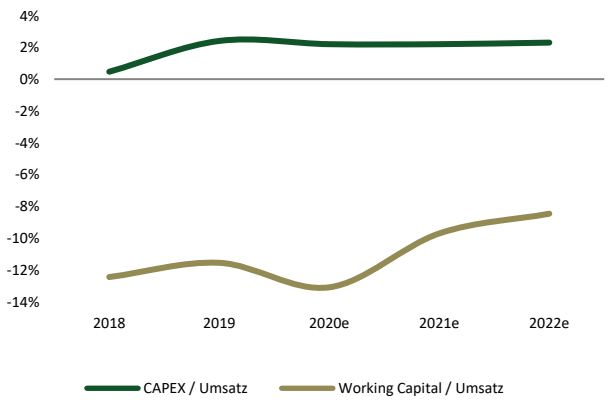
Free-Cash-Flow Entwicklung



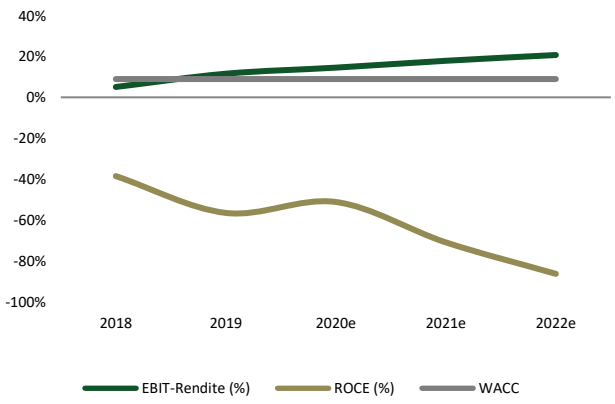
Margenentwicklung



Investitionen / Working Capital



EBIT-Rendite / ROCE



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 § 85 WpHG und Art. 20 Verordnung (EU) Nr. 596/2014 i.V.m. Delegierte Verordnung 2016/958 (Stand: 23.06.2020): Montega 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 verbundenes Unternehmen kann am Grundkapital des Emittenten beteiligt sein oder sonstige Finanzinstrumente an diesem Unternehmen halten.

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. 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.

Informationsquellen: Wesentliche Informationsquellen für die Erstellung der vorliegenden Analyse sind Veröffentlichungen des Emittenten sowie öffentlich zugängliche Informationen in- und ausländischer Medien, die Montega als zuverlässig erachtet. Des Weiteren wurden zur Erstellung der Analyse Gespräche mit Personen des Managements oder dem Bereich Investor Relations des betreffenden Unternehmens geführt.

Hinweis gemäß MiFID II (Stand: 23.06.2020): 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%
Kaufen	16.11.2018	2,62	4,00	+53%
Halten	18.02.2019	2,24	2,30	+3%
Kaufen	23.06.2020	3,04	4,70	+55%