

Empfehlung: Kaufen

Kursziel: 4,70 Euro

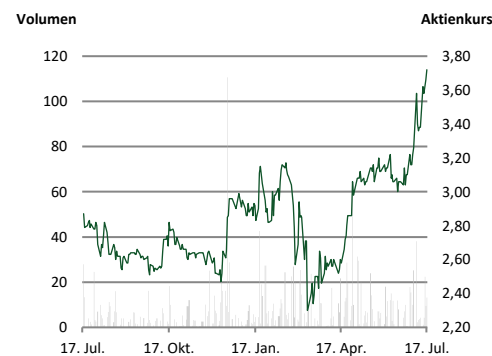
Kurspotenzial: +26 Prozent

Aktien Daten

KURS (Schlusskurs Vortag)	3,72 EURO (XETRA)
Aktienanzahl (in Mio.)	21,00
Marktkap. (in Mio. Euro)	78,1
Enterprise Value (in Mio. Euro)	58,6
Ticker	APM
ISIN	NL0000238145

Kursperformance

52 Wochen-Hoch (in Euro)	3,80
52 Wochen-Tief (in Euro)	2,20
3 M relativ zum CDAX	+14,4%
6 M relativ zum CDAX	+25,0%



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

Comment 20. Juli 2020

Erfreuliche operative Entwicklung setzte sich auch in Q2 fort

ad pepper hat am vergangenen Freitag starke vorläufige Q2-Zahlen und erstmalig auch eine Guidance für das laufende Geschäftsjahr veröffentlicht.

Umsatzwachstum setzt sich fort: Die Erlöse stiegen in Q2/20 um 6,5% yoy auf 6,1 Mio. Euro und lagen damit nur leicht unter unserer Prognose (MONE: 6,3 Mio. Euro). Zurückzuführen ist das geringfügig schwächere Abschneiden auf das Segment ad pepper media, das einen Umsatzrückgang auf 1,3 Mio. Euro verzeichnete (-26,8% yoy), während wir von einer konstanten Entwicklung ausgegangen waren (MONE: 1,8 Mio. Euro). Dabei hatten wir aber bereits einkalkuliert, dass das starke Wachstum im Vorjahresquartal (Q2/19: +30,1% yoy) u.E. auf einem größeren Kundenauftrag beruhte, der nicht unmittelbar replizierbar ist. Die beiden anderen Segmente haben unsere Erwartungen erfüllt bzw. übererfüllt. Die Performanceagentur ad agents ist im zweiten Quartal um 12,9% yoy auf 1,6 Mio. Euro gewachsen (MONE: 1,6 Mio. Euro). Das Affiliate-Netzwerk Webgains hat unsere Prognose mit einem Wachstum von 27,2% yoy auf 3,2 Mio. Euro übertroffen (MONE: +17,5% yoy auf 2,9 Mio. Euro).

Ergebnissprung verdeutlicht Skalierbarkeit des Plattformgeschäftsmodells: Ergebnisseitig erzielte ad pepper in Q2/20 ein signifikant überproportionales Wachstum von 90,7% yoy auf ein EBITDA von 1,7 Mio. Euro. Die stärkste Steigerung realisierte Webgains aufgrund der Skalierbarkeit des Plattformgeschäfts. Durch die steigenden Werbebudgets von Unternehmen aus der sogenannten „Stay-at-home-Economy“ (u.a. Sport, Freizeit & Hobbies, Home & Garden sowie Toys & Games) wurden u.E. die Corona-bedingt rückläufigen Werbeausgaben anderer Endkunden (u.a. Travel, Hotel und Transportation) deutlich überkompensiert. Webgains erzielte somit eine Vervielfachung des Ergebnisses auf 1,6 Mio. Euro (Vj.: 0,4 Mio. Euro). Auch ad agents verbesserte das EBITDA deutlich um 20,8% auf 0,2 Mio. Euro. ad pepper media wirtschaftete trotz des Umsatzrückgangs mit einem EBITDA von 0,5 Mio. Euro profitabel (Vj.: 0,9 Mio. Euro). Die Liquiden Mittel stiegen auf 22,1 Mio. Euro an (31.03.2020: 20,6 Mio. Euro).

Ausblick signalisiert deutliches Wachstum im „Krisenjahr“: Vor dem Hintergrund der erfreulichen operativen Entwicklung im ersten Halbjahr sowie der sich verschiebenden Werbebudgets in Richtung Online-Marketing geht der Vorstand für das Gesamtjahr von Erlösen i.H.v. 24,0 Mio. Euro (+10,2% yoy) sowie einem EBITDA von ca. 4,5 Mio. Euro (+28,1% yoy) aus. Da die Jahresziele weitestgehend auf Höhe unserer Prognosen liegen, lassen wir diese unverändert. Im zweiten Halbjahr liegt der Fokus u.E. auf dem traditionell wichtigen Jahresschlussquartal, dass durch die Vorweihnachtszeit sowie verschiedene Sales-Events (Singles Day, Black Friday etc.) geprägt ist.

Fazit: ad pepper hat starke vorläufige Q2-Zahlen veröffentlicht. Nicht zuletzt durch den beschleunigten strukturellen Wandel im Werbemarkt sehen wir die Equity Story des Unternehmens als vollständig intakt an und bestätigen daher unsere Kaufempfehlung mit unverändertem Kursziel von 4,70 Euro.

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	2,9	2,7	2,4	2,1	1,9
EV/EBITDA	43,3	16,7	12,8	9,8	8,0
EV/EBIT	57,0	23,3	16,5	12,0	9,4
KGV	372,0	62,0	41,3	28,6	21,9
KBV	5,0	4,6	4,0	3,4	2,9

Quelle: Unternehmen, Montega, CapitalIQ

Angaben in Mio. EUR, EPS in EUR Kurs: 3,72

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.

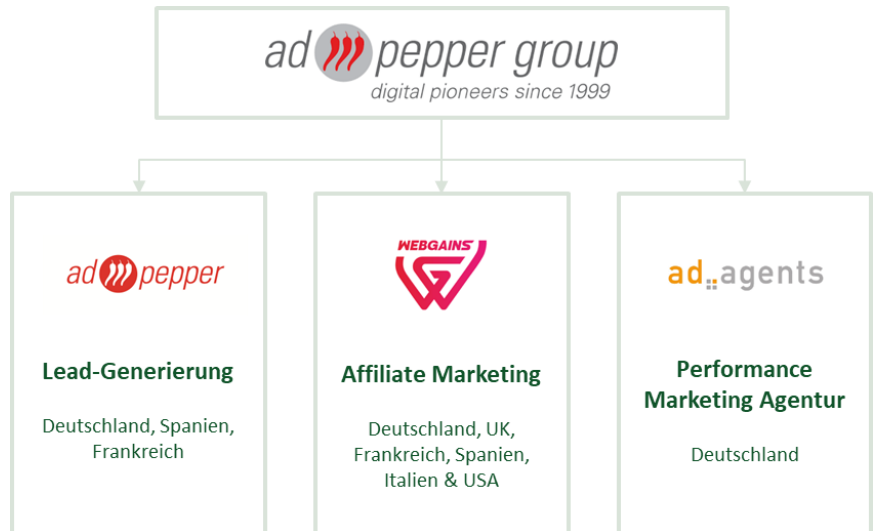
Bereits kurz nach der Gründung im Jahr 1999 begann ad pepper mit einer relativ hohen M&A-Aktivität, die verschiedenen Geschäftsbereiche auszubauen. Dabei beteiligte sich das Unternehmen immer wieder an Technologie-Unternehmen aus der digitalen Werbedienstleistungsbranche. In den Jahren ab 2008 veräußerte 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

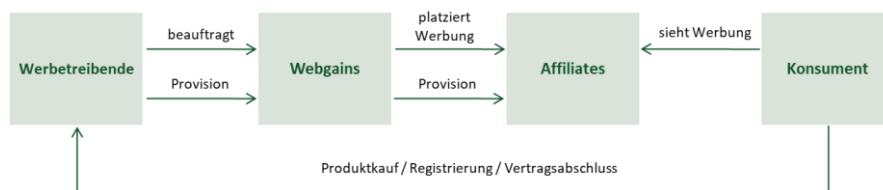
ad pepper media

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 angesteuert. 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.

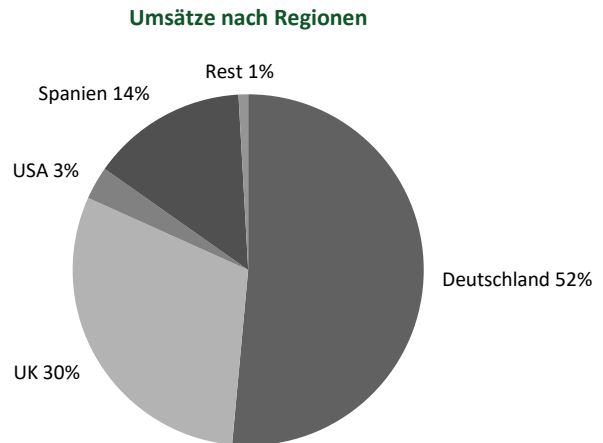
ad agents

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

Der 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.



Quelle: Unternehmen

Management

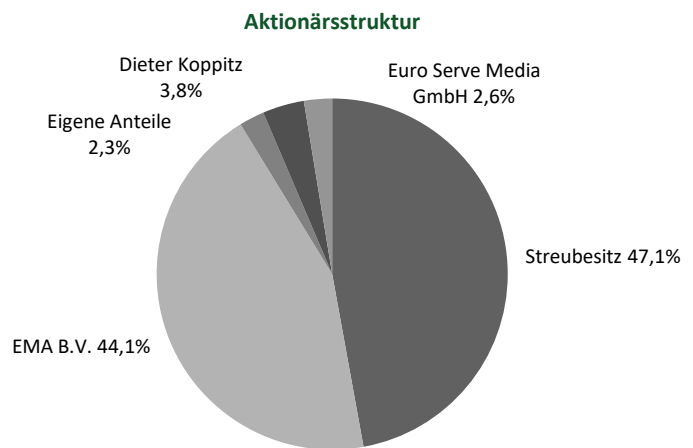
Das operative Geschäft wird derzeit alleinverantwortlich von CEO Dr. Jens Körner geleitet.



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.



Quelle: Unternehmen

ANHANG

DCF Modell	2020e	2021e	2022e	2023e	2024e	2025e	2026e	Terminal Value
Angaben in Mio.Euro								
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)		Annahmen: Umsatzwachstumsraten und Margenerwartungen		
Total present value (Tpv)	74,1	Kurzfristiges Umsatzwachstum	2020-2023	10,6%
Terminal Value	52,7	Mittelfristiges Umsatzwachstum	2020-2025	8,8%
Anteil vom Tpv-Wert	71%	Langfristiges Umsatzwachstum	ab 2027	3,0%
Verbindlichkeiten	0,9	EBIT-Marge	2020-2023	19,1%
Liquide Mittel	25,2	EBIT-Marge	2020-2025	20,5%
Eigenkapitalwert	98,4	Langfristige EBIT-Marge	ab 2027	22,0%

Aktienzahl (Mio.)	21,00	Sensitivität Wert je Aktie (Euro)		ewiges Wachstum			
		WACC					
Wert je Aktie (Euro)	4,68	9,44%	4,16	4,31	4,39	4,48	4,69
+Upside / -Downside	54%	9,19%	4,28	4,44	4,53	4,63	4,86
Aktienkurs (Euro)	3,04	8,94%	4,40	4,58	4,68	4,80	5,05
Modellparameter		8,69%	4,54	4,74	4,85	4,97	5,25
Fremdkapitalquote	20,0%	8,44%	4,69	4,91	5,03	5,17	5,48
Fremdkapitalzins	5,0%						
Marktrendite	9,0%						
risikofreie Rendite	2,50%						

Beta	1,20	Sensitivität Wert je Aktie (Euro)		EBIT-Marge ab 2027e			
		WACC					
WACC	8,9%	21,50%	4,34	4,37	4,39	4,42	4,45
ewiges Wachstum	3,0%	9,44%	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

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)

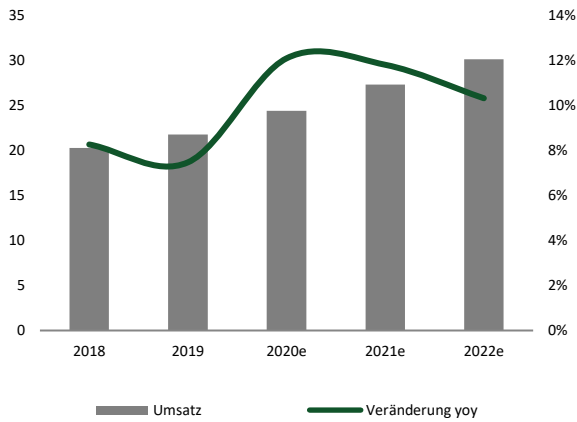
Kapitalflussrechnung (in Mio. Euro) ad pepper media Int. N.V.	2017	2018	2019	2020e	2021e	2022e
Jahresüberschuss/ -fehlbetrag	1,1	0,5	1,9	2,5	3,4	4,3
Abschreibung Anlagevermögen	0,1	0,1	0,2	0,1	0,2	0,2
Amortisation immaterielle Vermögensgegenstände	0,3	0,2	0,8	0,9	0,9	0,9
Veränderung langfristige Rückstellungen	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)

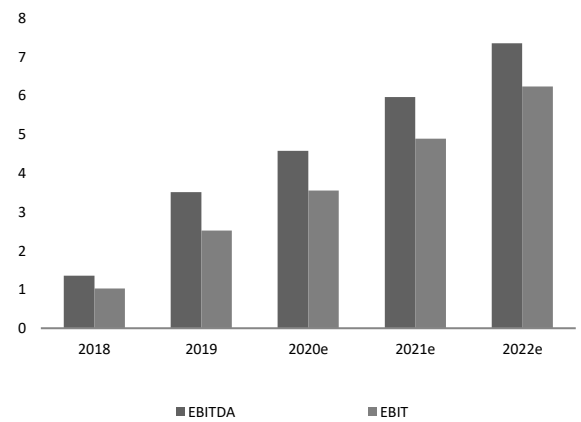
Kennzahlen ad pepper media Int. N.V.	2017	2018	2019	2020e	2021e	2022e
Ertragsmargen						
Bruttomarge (%)	98,0%	96,4%	96,2%	96,6%	96,9%	97,1%
EBITDA-Marge (%)	11,8%	6,7%	16,1%	18,7%	21,8%	24,4%
EBIT-Marge (%)	9,7%	5,1%	11,6%	14,5%	17,9%	20,7%
EBT-Marge (%)	9,6%	4,1%	10,6%	14,4%	17,8%	20,6%
Netto-Umsatzrendite (%)	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	3,1	2,9	2,7	2,4	2,1	1,9
EV/EBITDA	26,5	43,3	16,7	12,8	9,8	8,0
EV/EBIT	32,2	57,0	23,3	16,5	12,0	9,4
EV/FCF	22,0	-	9,8	30,0	15,5	12,6
KGV	124,0	372,0	62,0	41,3	28,6	21,9
KBV	5,0	5,0	4,6	4,0	3,4	2,9
Dividendenrendite	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%

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

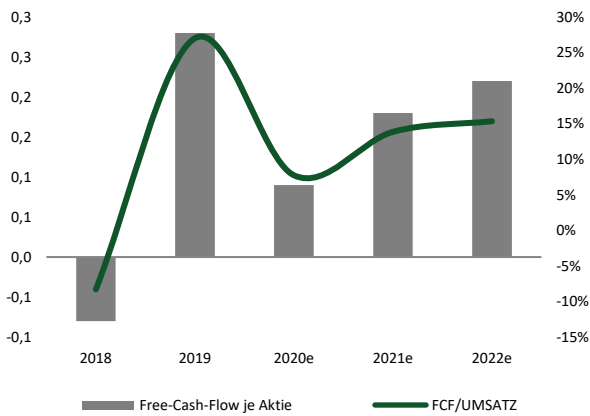
Umsatzentwicklung



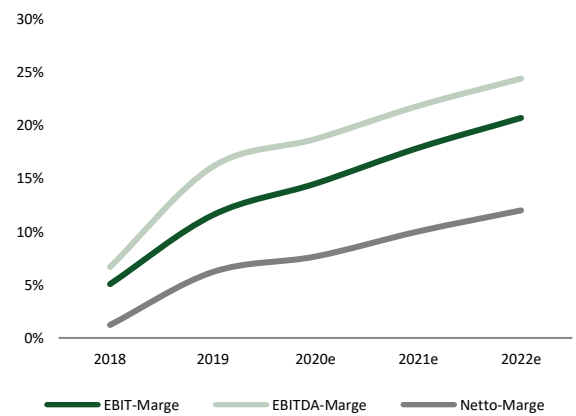
Ergebnisentwicklung



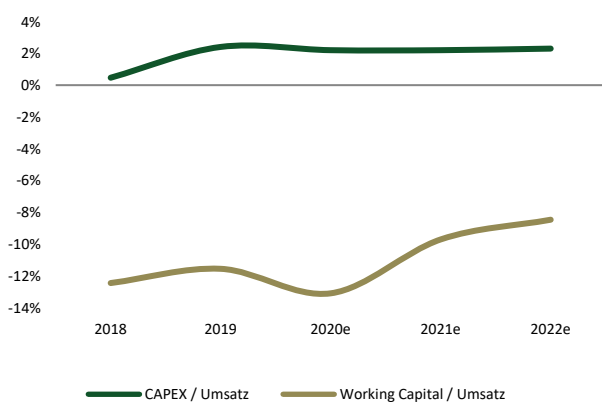
Free-Cash-Flow Entwicklung



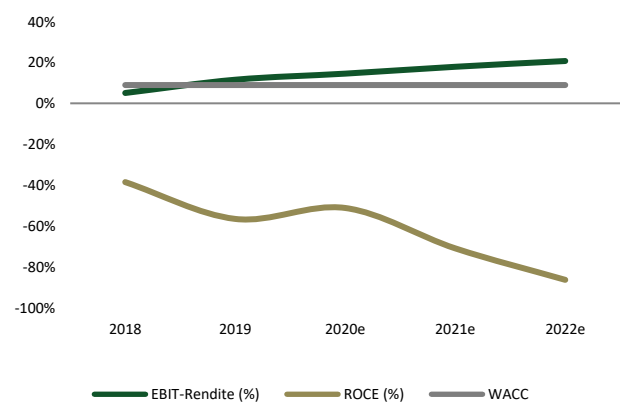
Margenentwicklung



Investitionen / Working Capital



EBIT-Rendite / ROCE



DISCLAIMER

Dieses Dokument stellt weder ein Angebot noch eine Aufforderung zu einem Kauf oder einem Verkauf irgendwelches Wertpapiers dar. Es dient ausschließlich zu Informationszwecken. Dieses Dokument enthält lediglich eine unverbindliche Meinungsäußerung zu den angesprochenen Anlageinstrumenten und den Marktverhältnissen zum Zeitpunkt der Veröffentlichung des Dokuments. Aufgrund des Inhalts, der der allgemeinen Information dient, ersetzt dieses Dokument bei Anlageentscheidungen nicht die persönliche anleger- und objektgerechte Beratung und vermittelt nicht die für eine Anlageentscheidung grundlegenden Informationen, die in anderen Quellen, insbesondere in ordnungsgemäß genehmigten Prospekten, formuliert sind. Alle in diesem Dokument verwendeten Daten und die getroffenen Aussagen basieren auf Quellen, die wir für zuverlässig halten. Wir übernehmen jedoch keine Gewähr für deren Richtigkeit oder für deren Vollständigkeit. Enthaltene Meinungsäußerungen geben die persönliche Einschätzung des Autors zu einem bestimmten Zeitpunkt wieder. Diese Meinungen können jederzeit und ohne Ankündigung geändert werden. Eine Haftung des Analysten oder der ihn beauftragenden Institutionen sowohl für direkte als auch für indirekte Schäden ist ausgeschlossen. Dieser vertrauliche Bericht wird nur einem begrenzten Empfängerkreis zugänglich gemacht. Eine Weitergabe oder Verteilung an Dritte ist nur mit Genehmigung durch Montega zulässig. Alle gültigen Kapitalmarktregeln, die Erstellung, Inhalt und Vertrieb von Research in den verschiedenen nationalen Rechtsgebieten betreffen, sind anzuwenden und sowohl vom Lieferanten als auch vom Empfänger einzuhalten. Verbreitung im Vereinigten Königreich: Das Dokument ist nur zur Verteilung an Personen bestimmt, die berechnete Personen oder freigestellte Personen im Sinne des Financial Services Act 1986 oder eines auf seiner Grundlage erfolgten Beschlusses sind, oder an Personen, die in Artikel 11 (3) des Financial Act 1986 (Investments Advertisements) (Exemptions) Order 1996 (in der jeweils geltenden Fassung) beschrieben sind, und es ist nicht beabsichtigt, dass sie direkt oder indirekt an einen anderen Kreis von Personen weitergeleitet werden. Weder das Dokument noch eine Kopie davon darf in die Vereinigten Staaten von Amerika, Kanada, Japan oder in deren Territorien oder Besitzungen gebracht, übertragen oder verteilt werden.

Erklärung gemäß § 85 WpHG und Art. 20 Verordnung (EU) Nr. 596/2014 i.V.m. Delegierte Verordnung 2016/958 (Stand: 20.07.2020): Montega hat mit diesem Unternehmen eine Vereinbarung über die Erstellung einer Finanzanalyse getroffen. Diese Finanzanalyse wurde vor ihrer Veröffentlichung dem Emittenten zugänglich gemacht. Ein mit Montega 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: 20.07.2020): 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%
Kaufen	20.07.2020	3,72	4,70	+26%