

**Empfehlung:** Kaufen

**Kursziel:** 5,40 Euro

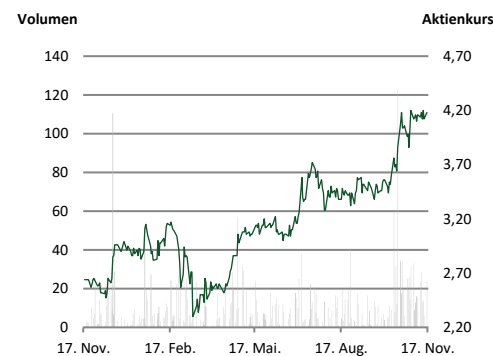
**Kurspotenzial:** +22 Prozent

#### Aktien Daten

KURS (Schlusskurs Vortag)	4,42 EURO (XETRA)
Aktienanzahl (in Mio.)	21,00
Marktkap. (in Mio. Euro)	92,8
Enterprise Value (in Mio. Euro)	70,4
Ticker	APM
ISIN	NL0000238145

#### Kursperformance

52 Wochen-Hoch (in Euro)	4,46
52 Wochen-Tief (in Euro)	2,20
3 M relativ zum CDAX	+27,7%
6 M relativ zum CDAX	+29,4%



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

n.a.

#### Prognoseanpassung

	2020e	2021e	2022e
Umsatz (alt)	24,9	27,8	30,7
Δ in %	-	-	-
EBIT (alt)	5,2	6,2	7,8
Δ in %	-	-	-
EPS (alt)	0,15	0,17	0,22
Δ in %	-	-	-

#### Analyst

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

#### Publikation

Comment 18. November 2020

## Finale Q3-Zahlen ohne Überraschung – Marktumfeld zeigt sich unverändert positiv

ad pepper hat gestern endgültige Q3-Zahlen veröffentlicht, die keine Abweichungen zu den starken vorläufig berichteten Eckwerten zeigten (vgl. Comment 19.10.2020). Zudem haben wir jüngst eine virtuelle Roadshow mit ad pepper durchgeführt, wobei u.a. das aktuelle Marktumfeld sowie die Wettbewerbssituation im Fokus der Gespräche standen.

**Outperformance gegenüber dem Wettbewerb:** Das Wettbewerbsumfeld von ad pepper ist geprägt von zahlreichen kleineren, nicht-börsennotierten Gesellschaften. In den letzten Tagen haben jedoch mit TradeDoubler AB und S4 Capital plc auch zwei börsennotierte Peers Q3-Zahlen berichtet. So wuchs beispielsweise das im Vergleich zu Webgains ähnlich große Affiliate-Netzwerk TradeDoubler aus Schweden (>2.000 Merchants vs. >1.850 bei Webgains) in Q3/20 nur um +5% yoy (Webgains: +32,2% yoy). Hintergrund dessen ist u.E. ein deutlich größeres Exposure im Bereich Travel (APM <2% v. Gesamtumsatz), wo die Werbeausgaben zuletzt drastisch reduziert wurden. Auch auf Ergebnisebene wird die operative Stärke von Webgains mit einer EBITDA-Marge in Q3/20 von 29,3% (vs. nur 6,1% bei TradeDoubler) deutlich. Die auf Digitalmarketing spezialisierte Agentur S4 Capital aus London wuchs in Q3/20 mit 12,8% yoy (LFL) ebenfalls in geringerem Tempo als ad pepper (+19,5% yoy). Trotz der besseren operativen Kennzahlen wird ad pepper mit einem u.E. ungerechtfertigt hohen Discount bewertet (EV/EBITDA 2021e: 9,6x vs. 22,9x bei S4 Capital bzw. 12,9x Peergroup).

**Aussichten für Q4 unverändert gut:** Seit Anfang November gelten in Deutschland erneut Einschränkungen des öffentlichen Lebens, die (vorerst) bis Ende des Monats bestehen. Wir gehen infolge der jüngsten Entwicklung jedoch nicht davon aus, dass es im Dezember zu wesentlichen Lockerungen kommen wird. Auch in Webgains' wichtigstem Markt (UK) wurde Anfang November ein erneuter Lock-down angeordnet. Ein u.E. daraus resultierendes starkes Jahresendgeschäft im E-Commerce wird auch z.B. von Logistikdienstleistern wie DHL und Hermes in Aussicht gestellt. Diese erwarten in der bevorstehenden Hauptsaison ein Sendungsvolumen, das 20 bis 50% über dem bereits hohen Vorjahresniveau liegen soll. Das größte Risiko besteht laut ad pepper in einem „Bottleneck“ durch Kapazitätsengpässe auf Seiten der E-Commerce-Händler und Logistikdienstleister, wodurch bei ad pepper etwa das transaktionsbasierte Performance-Marketing in Mitleidenschaft gezogen würde. Dieses Risiko halten wir jedoch für gering, da sich alle Marktteilnehmer nach dem ersten E-Commerce-Schub in Q2/20 entsprechend vorbereitet haben sollten. Zusätzliche Impulse dürften auch im Neukundengeschäft in allen drei Segmenten zu spüren sein, da sich die anfängliche Zurückhaltung hinsichtlich der Vergabe größerer Werbeats auf virtuellem Wege aufzulösen scheint. Nicht zuletzt bewerten wir die jüngst erneut aufkeimenden Verstöße gegen Kartellregeln durch Amazon als positiven Newsflow für Webgains, da zum einen die Suchplattform mit den Affiliates im Wettbewerb steht und zum anderen Amazon auch als Konkurrent bei den Händlerbeziehungen zu betrachten ist.

**Fazit:** Unsere Sicht auf die Entwicklung von ad pepper ist unverändert positiv, sodass wir sowohl das Kursziel von 5,40 Euro als auch die Kaufempfehlung bestätigen.

Geschäftsjahresende: 31.12.	2018	2019	2020e	2021e	2022e
Umsatz	20,3	21,8	24,9	27,8	30,7
Veränderung yoy	8,3%	7,5%	14,4%	11,6%	10,4%
EBITDA	1,4	3,5	6,3	7,3	8,9
EBIT	1,0	2,5	5,2	6,2	7,8
Jahresüberschuss	0,2	1,4	3,0	3,6	4,7
Bruttomarge	96,4%	96,2%	96,6%	96,9%	97,2%
EBITDA-Marge	6,7%	16,1%	25,3%	26,3%	29,0%
EBIT-Marge	5,1%	11,6%	21,1%	22,3%	25,3%
Net Debt	-18,2	-24,4	-27,6	-32,3	-38,0
Net Debt/EBITDA	-13,5	-7,0	-4,4	-4,4	-4,3
ROCE	-38,5%	-62,0%	-85,3%	-102,1%	-121,5%
EPS	0,01	0,06	0,15	0,17	0,22
FCF je Aktie	-0,08	0,28	0,15	0,22	0,27
Dividende	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Dividendenrendite	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
EV/Umsatz	3,5	3,2	2,8	2,5	2,3
EV/EBITDA	52,0	20,1	11,2	9,6	7,9
EV/EBIT	68,6	28,0	13,4	11,3	9,1
KGV	442,0	73,7	29,5	26,0	20,1
KBV	5,9	5,4	4,5	3,7	3,0

Quelle: Unternehmen, Montega, CapitalIQ

Angaben in Mio. EUR, EPS in EUR Kurs: 4,42

## 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.

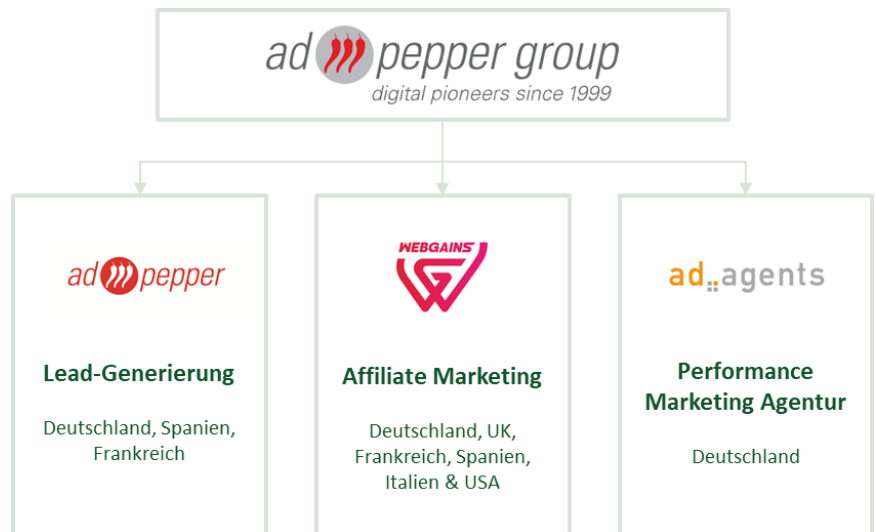
Bereits kurz nach der Gründung im Jahr 1999 begann ad pepper mit einer relativ hohen M&A-Aktivität, die verschiedenen Geschäftsbereiche auszubauen. Dabei beteiligte sich das Unternehmen immer wieder an Technologie-Unternehmen aus der digitalen Werbedienstleistungsbranche. In den Jahren ab 2008 veräußerte 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 International N.V.
- 2000** Börsengang: Die Aktiengesellschaft wird im Prime Standard an der Frankfurter Börse gelistet
- 2001** ad pepper führt mit iLead ein neues Produkt zur Lead-Generierung ein
- 2006** Dr. Jens Körner tritt als CFO der ad pepper Gruppe bei  
ad pepper übernimmt das Affiliate-Netzwerk Webgains für 4,1 Mio. Euro
- 2007** ad pepper beteiligt sich für 0,3 Mio. Euro zu 60% an dem auf Suchmaschinenwerbung ausgerichteten Unternehmen ad agents
- 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
- 2017** Dr. Jens Körner wird CEO und alleiniges Vorstandsmitglied von ad pepper
- 2019** ad pepper feiert sein 20-jähriges Firmenjubiläum

### 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

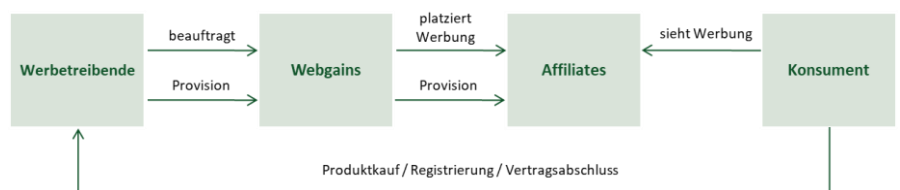
#### ad pepper media

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.

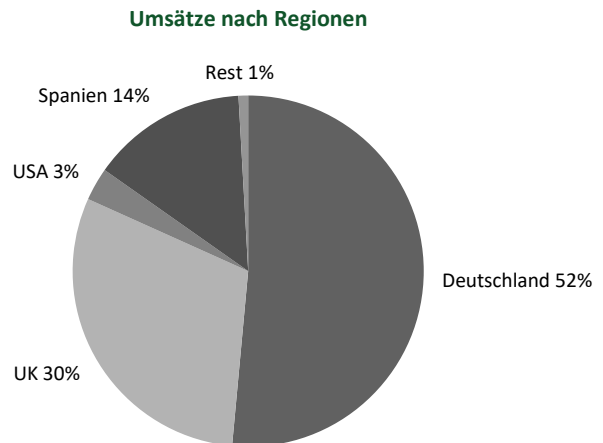
### ad agents

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

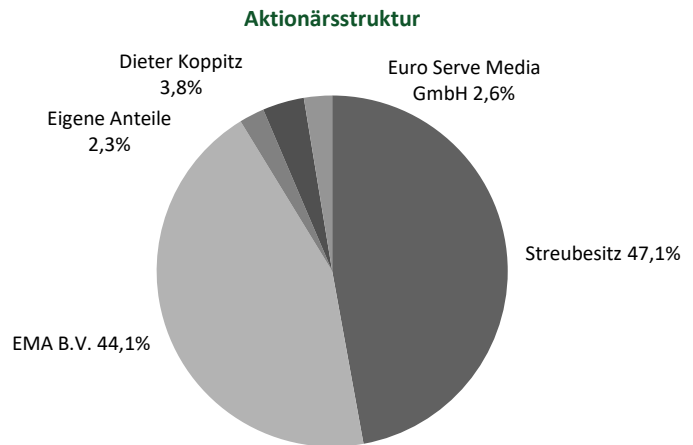
Das operative Geschäft wird derzeit alleinverantwortlich von CEO Dr. Jens Körner geleitet.



**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								
Angaben in Mio.Euro	2020e	2021e	2022e	2023e	2024e	2025e	2026e	Terminal Value
<b>Umsatz</b>	<b>24,9</b>	<b>27,8</b>	<b>30,7</b>	<b>33,7</b>	<b>36,1</b>	<b>37,9</b>	<b>39,4</b>	<b>40,6</b>
Veränderung	14,4%	11,6%	10,4%	9,9%	7,0%	5,0%	4,0%	3,0%
<b>EBIT</b>	<b>5,2</b>	<b>6,2</b>	<b>7,8</b>	<b>8,9</b>	<b>9,5</b>	<b>10,0</b>	<b>10,4</b>	<b>9,7</b>
EBIT-Marge	21,1%	22,3%	25,3%	26,4%	26,4%	26,4%	26,4%	24,0%
<b>NOPAT</b>	<b>3,7</b>	<b>4,3</b>	<b>5,4</b>	<b>6,2</b>	<b>6,7</b>	<b>7,0</b>	<b>7,3</b>	<b>6,8</b>
<b>Abschreibungen</b>	<b>1,0</b>	<b>1,1</b>	<b>1,1</b>	<b>1,2</b>	<b>1,2</b>	<b>1,1</b>	<b>1,0</b>	<b>1,0</b>
in % vom Umsatz	4,2%	4,0%	3,7%	3,6%	3,3%	3,0%	2,6%	2,4%
<b>Liquiditätsveränderung</b>								
- Working Capital	-1,0	-0,1	-0,1	-0,2	-0,1	-0,2	-0,2	-0,1
- Investitionen	-0,5	-0,6	-0,7	-0,8	-0,9	-0,9	-1,0	-1,0
Investitionsquote	2,2%	2,2%	2,3%	2,3%	2,4%	2,4%	2,5%	2,5%
<b>Übriges</b>	<b>-0,6</b>	<b>-0,6</b>	<b>-0,6</b>	<b>-0,6</b>	<b>-0,6</b>	<b>-0,6</b>	<b>-0,6</b>	<b>0,0</b>
<b>Free Cash Flow (WACC-Modell)</b>	<b>2,6</b>	<b>4,1</b>	<b>5,2</b>	<b>5,9</b>	<b>6,3</b>	<b>6,5</b>	<b>6,6</b>	<b>6,7</b>
<b>WACC</b>	<b>8,9%</b>	<b>8,9%</b>	<b>8,9%</b>	<b>8,9%</b>	<b>8,9%</b>	<b>8,9%</b>	<b>8,9%</b>	<b>8,9%</b>
Present Value	2,6	3,8	4,4	4,5	4,4	4,2	3,9	61,8
<b>Kumuliert</b>	<b>2,6</b>	<b>6,4</b>	<b>10,7</b>	<b>15,3</b>	<b>19,7</b>	<b>23,9</b>	<b>27,8</b>	<b>89,7</b>
<b>Wertermittlung (Mio. Euro)</b>								
Total present value (Tpv)	89,7							
Terminal Value	61,8							
Anteil vom Tpv-Wert	69%							
Verbindlichkeiten	1,7							
Liquide Mittel	25,2							
<b>Eigenkapitalwert</b>	<b>113,2</b>							
<b>Annahmen: Umsatzwachstumsraten und Margenerwartungen</b>								
							2020-2023	10,6%
							2020-2025	8,8%
							ab 2027	3,0%
							2020-2023	23,8%
							2020-2025	24,6%
							ab 2027	24,0%
<b>Sensitivität Wert je Aktie (Euro)</b>								
							ewiges Wachstum	
WACC		2,25%	2,75%	<b>3,00%</b>	3,25%	3,75%		
9,44%		4,78	4,96	5,05	5,16	5,40		
9,19%		4,91	5,11	5,21	5,33	5,60		
<b>8,94%</b>		5,06	5,27	<b>5,39</b>	5,52	5,81		
8,69%		5,21	5,45	5,58	5,72	6,05		
8,44%		5,38	5,64	5,78	5,94	6,31		
<b>Sensitivität Wert je Aktie (Euro)</b>								
							EBIT-Marge ab 2027e	
WACC		23,50%	23,75%	<b>24,00%</b>	24,25%	24,50%		
9,44%		5,00	5,03	5,05	5,08	5,11		
9,19%		5,16	5,19	5,21	5,24	5,27		
<b>8,94%</b>		5,33	5,36	<b>5,39</b>	5,42	5,45		
8,69%		5,51	5,54	5,58	5,61	5,64		
8,44%		5,71	5,75	5,78	5,82	5,85		
Quelle: Montega								

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

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

G&V (in % vom Umsatz) ad pepper media Int. N.V.	2017	2018	2019	2020e	2021e	2022e
<b>Umsatz</b>	<b>100,0%</b>	<b>100,0%</b>	<b>100,0%</b>	<b>100,0%</b>	<b>100,0%</b>	<b>100,0%</b>
Herstellungskosten	2,0%	3,6%	3,8%	3,4%	3,1%	2,8%
<b>Bruttoergebnis</b>	<b>98,0%</b>	<b>96,4%</b>	<b>96,2%</b>	<b>96,6%</b>	<b>96,9%</b>	<b>97,2%</b>
Forschung und Entwicklung	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
Vertriebskosten	57,53%	62,26%	56,11%	51,26%	49,00%	47,91%
Verwaltungskosten	32,51%	29,23%	31,45%	29,15%	26,65%	24,62%
Sonstige betriebliche Aufwendungen	2,11%	2,30%	1,44%	1,61%	1,62%	1,47%
Sonstige betriebliche Erträge	3,86%	2,44%	4,33%	6,42%	2,66%	2,12%
<b>EBITDA</b>	<b>11,8%</b>	<b>6,7%</b>	<b>16,1%</b>	<b>25,3%</b>	<b>26,3%</b>	<b>29,0%</b>
Abschreibungen auf Sachanlagen	0,7%	0,7%	0,7%	0,6%	0,6%	0,6%
<b>EBITA</b>	<b>11,0%</b>	<b>6,0%</b>	<b>15,4%</b>	<b>24,7%</b>	<b>25,7%</b>	<b>28,4%</b>
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%
<b>EBIT</b>	<b>9,7%</b>	<b>5,1%</b>	<b>11,6%</b>	<b>21,1%</b>	<b>22,3%</b>	<b>25,3%</b>
Finanzergebnis	-0,1%	-0,9%	-1,0%	-0,2%	-0,1%	-0,1%
<b>Ergebnis der gewöhnlichen Geschäftstätigkeit</b>	<b>9,6%</b>	<b>4,1%</b>	<b>10,6%</b>	<b>20,9%</b>	<b>22,2%</b>	<b>25,2%</b>
Außerordentliches Ergebnis	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
<b>EBT</b>	<b>9,6%</b>	<b>4,1%</b>	<b>10,6%</b>	<b>20,9%</b>	<b>22,2%</b>	<b>25,2%</b>
EE-Steuern	3,5%	1,5%	1,8%	6,3%	6,7%	7,5%
Jahresüberschuss aus fortgef. Geschäftstätigkeit	6,1%	2,6%	8,8%	14,6%	15,5%	17,6%
Ergebnis aus nicht fortgeführter Geschäftstätigkeit (netto)	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
<b>Jahresüberschuss vor Anteilen Dritter</b>	<b>6,1%</b>	<b>2,6%</b>	<b>8,8%</b>	<b>14,6%</b>	<b>15,5%</b>	<b>17,6%</b>
Anteile Dritter	3,0%	1,4%	2,6%	2,4%	2,4%	2,4%
<b>Jahresüberschuss</b>	<b>3,1%</b>	<b>1,2%</b>	<b>6,2%</b>	<b>12,2%</b>	<b>13,1%</b>	<b>15,2%</b>

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



Bilanz (in Mio. Euro) ad pepper media Int. N.V.	2017	2018	2019	2020e	2021e	2022e
<b>AKTIVA</b>						
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
<b>Anlagevermögen</b>	<b>3,7</b>	<b>3,3</b>	<b>3,4</b>	<b>2,9</b>	<b>2,4</b>	<b>1,9</b>
Vorräte	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Forderungen aus Lieferungen und Leistungen	14,1	17,6	14,9	17,1	18,7	20,2
Liquide Mittel	20,1	18,2	25,2	28,4	33,1	38,8
Sonstige Vermögensgegenstände	0,6	0,5	0,6	0,6	0,6	0,6
<b>Umlaufvermögen</b>	<b>34,9</b>	<b>36,3</b>	<b>40,7</b>	<b>46,1</b>	<b>52,4</b>	<b>59,6</b>
<b>Bilanzsumme</b>	<b>38,6</b>	<b>39,6</b>	<b>44,1</b>	<b>48,9</b>	<b>54,8</b>	<b>61,6</b>
<b>PASSIVA</b>						
<b>Eigenkapital</b>	<b>15,7</b>	<b>15,7</b>	<b>17,1</b>	<b>20,8</b>	<b>25,1</b>	<b>30,6</b>
<b>Anteile Dritter</b>	<b>0,8</b>	<b>0,9</b>	<b>0,9</b>	<b>0,9</b>	<b>0,9</b>	<b>0,9</b>
Rückstellungen	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Zinstragende Verbindlichkeiten	0,0	0,0	0,8	0,8	0,8	0,8
Verbindl. aus Lieferungen und Leistungen	17,8	19,0	18,6	19,8	21,3	22,7
Sonstige Verbindlichkeiten	4,3	4,1	6,6	6,6	6,6	6,6
<b>Verbindlichkeiten</b>	<b>22,1</b>	<b>23,1</b>	<b>26,0</b>	<b>27,2</b>	<b>28,7</b>	<b>30,1</b>
<b>Bilanzsumme</b>	<b>38,6</b>	<b>39,6</b>	<b>44,1</b>	<b>48,9</b>	<b>54,8</b>	<b>61,6</b>

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

Bilanz (in % der Bilanzsumme) ad pepper media Int. N.V.	2017	2018	2019	2020e	2021e	2022e
<b>AKTIVA</b>						
Immaterielle Vermögensgegenstände	0,9%	0,6%	5,7%	3,9%	2,4%	1,3%
Sachanlagen	1,1%	0,8%	0,9%	1,0%	1,1%	1,2%
Finanzanlagen	7,6%	6,9%	1,0%	0,9%	0,8%	0,7%
<b>Anlagevermögen</b>	<b>9,6%</b>	<b>8,2%</b>	<b>7,6%</b>	<b>5,8%</b>	<b>4,3%</b>	<b>3,1%</b>
Vorräte	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Forderungen aus Lieferungen und Leistungen	36,6%	44,5%	33,8%	35,0%	34,1%	32,8%
Liquide Mittel	52,1%	46,0%	57,2%	58,0%	60,4%	63,0%
Sonstige Vermögensgegenstände	1,7%	1,2%	1,4%	1,2%	1,1%	1,0%
<b>Umlaufvermögen</b>	<b>90,4%</b>	<b>91,8%</b>	<b>92,4%</b>	<b>94,2%</b>	<b>95,6%</b>	<b>96,8%</b>
<b>Bilanzsumme</b>	<b>100,0%</b>	<b>100,0%</b>	<b>100,0%</b>	<b>100,0%</b>	<b>100,0%</b>	<b>100,0%</b>
<b>PASSIVA</b>						
<b>Eigenkapital</b>	<b>40,8%</b>	<b>39,5%</b>	<b>38,8%</b>	<b>42,4%</b>	<b>45,8%</b>	<b>49,6%</b>
<b>Anteile Dritter</b>	<b>2,0%</b>	<b>2,2%</b>	<b>2,1%</b>	<b>1,9%</b>	<b>1,7%</b>	<b>1,5%</b>
Rückstellungen	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Zinstragende Verbindlichkeiten	0,0%	0,0%	1,8%	1,6%	1,4%	1,3%
Verbindl. aus Lieferungen und Leistungen	46,2%	47,9%	42,2%	40,5%	38,9%	36,9%
Sonstige Verbindlichkeiten	11,0%	10,4%	15,0%	13,6%	12,1%	10,8%
<b>Verbindlichkeiten</b>	<b>57,2%</b>	<b>58,3%</b>	<b>59,0%</b>	<b>55,7%</b>	<b>52,4%</b>	<b>48,9%</b>
<b>Bilanzsumme</b>	<b>100,0%</b>	<b>100,0%</b>	<b>100,0%</b>	<b>100,0%</b>	<b>100,0%</b>	<b>100,0%</b>

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

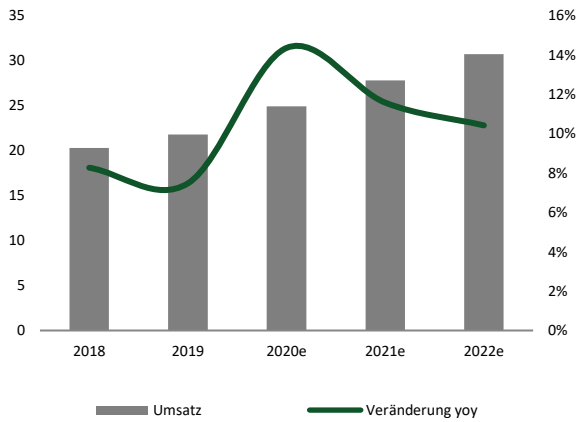
Kapitalflussrechnung (in Mio. Euro) ad pepper media Int. N.V.	2017	2018	2019	2020e	2021e	2022e
Jahresüberschuss/ -fehlbetrag	1,1	0,5	1,9	3,6	4,3	5,4
Abschreibung Anlagevermögen	0,1	0,1	0,2	0,1	0,2	0,2
Amortisation immaterielle Vermögensgegenstände	0,3	0,2	0,8	0,9	0,9	1,0
Veränderung langfristige Rückstellungen	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
<b>Cash Flow</b>	<b>0,3</b>	<b>1,1</b>	<b>2,1</b>	<b>4,7</b>	<b>5,4</b>	<b>6,5</b>
Veränderung Working Capital	2,8	-2,6	4,3	-1,0	-0,1	-0,1
<b>Cash Flow aus operativer Tätigkeit</b>	<b>3,1</b>	<b>-1,5</b>	<b>6,5</b>	<b>3,7</b>	<b>5,3</b>	<b>6,4</b>
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
<b>Cash Flow aus Investitionstätigkeit</b>	<b>-0,4</b>	<b>-0,1</b>	<b>1,6</b>	<b>-0,5</b>	<b>-0,6</b>	<b>-0,7</b>
Dividendenzahlung	-0,5	-0,2	-0,5	0,0	0,0	0,0
Veränderung Finanzverbindlichkeiten	0,0	0,0	0,8	0,0	0,0	0,0
Sonstiges	0,1	-0,1	-0,7	0,0	0,0	0,0
<b>Cash Flow aus Finanzierungstätigkeit</b>	<b>-0,4</b>	<b>-0,3</b>	<b>-0,4</b>	<b>0,0</b>	<b>0,0</b>	<b>0,0</b>
Effekte aus Wechselkursänderungen	0,0	0,0	0,1	0,0	0,0	0,0
<b>Veränderung liquide Mittel</b>	<b>2,3</b>	<b>-1,9</b>	<b>7,7</b>	<b>3,1</b>	<b>4,7</b>	<b>5,7</b>
<b>Endbestand liquide Mittel</b>	<b>20,1</b>	<b>18,2</b>	<b>26,0</b>	<b>28,4</b>	<b>33,1</b>	<b>38,8</b>

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

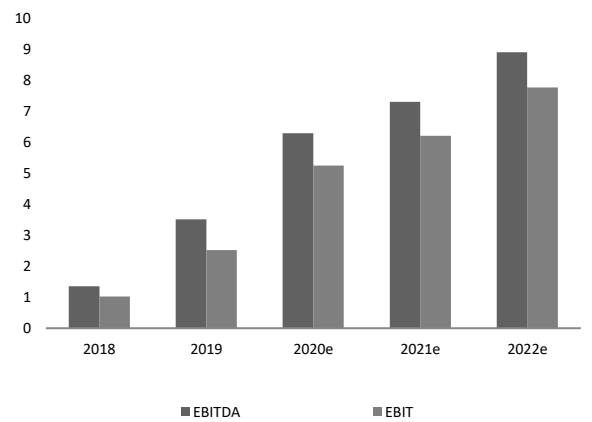
Kennzahlen ad pepper media Int. N.V.	2017	2018	2019	2020e	2021e	2022e
<b>Ertragsmargen</b>						
Bruttomarge (%)	98,0%	96,4%	96,2%	96,6%	96,9%	97,2%
EBITDA-Marge (%)	11,8%	6,7%	16,1%	25,3%	26,3%	29,0%
EBIT-Marge (%)	9,7%	5,1%	11,6%	21,1%	22,3%	25,3%
EBT-Marge (%)	9,6%	4,1%	10,6%	20,9%	22,2%	25,2%
Netto-Umsatzrendite (%)	6,1%	2,6%	8,8%	14,6%	15,5%	17,6%
<b>Kapitalverzinsung</b>						
ROCE (%)	-56,0%	-38,5%	-62,0%	-85,3%	-102,1%	-121,5%
ROE (%)	3,9%	1,5%	8,2%	16,9%	16,8%	17,9%
ROA (%)	1,5%	0,6%	3,1%	6,2%	6,7%	7,6%
<b>Solvenz</b>						
Net Debt zum Jahresende (Mio. Euro)	-20,1	-18,2	-24,4	-27,6	-32,3	-38,0
Net Debt / EBITDA	-9,1	-13,5	-7,0	-4,4	-4,4	-4,3
Net Gearing (Net Debt/EK)	-1,2	-1,1	-1,4	-1,3	-1,2	-1,2
<b>Kapitalfluss</b>						
Free Cash Flow (Mio. EUR)	2,7	-1,6	6,0	3,1	4,7	5,7
Capex / Umsatz (%)	2%	0%	2%	2%	2%	2%
Working Capital / Umsatz (%)	-16%	-12%	-12%	-13%	-10%	-8%
<b>Bewertung</b>						
EV/Umsatz	3,8	3,5	3,2	2,8	2,5	2,3
EV/EBITDA	31,9	52,0	20,1	11,2	9,6	7,9
EV/EBIT	38,8	68,6	28,0	13,4	11,3	9,1
EV/FCF	26,4	-	11,8	22,4	15,0	12,3
KGV	147,3	442,0	73,7	29,5	26,0	20,1
KBV	5,9	5,9	5,4	4,5	3,7	3,0
Dividendenrendite	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%

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

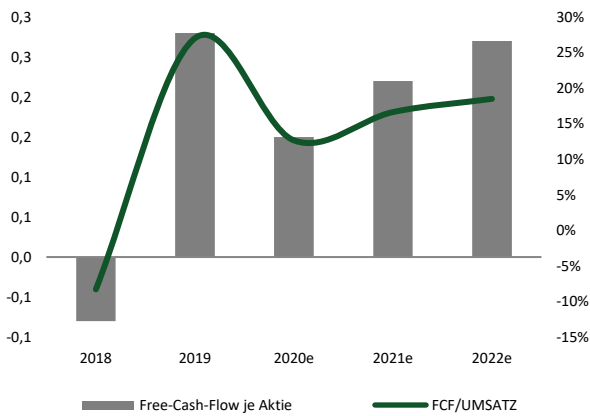
Umsatzentwicklung



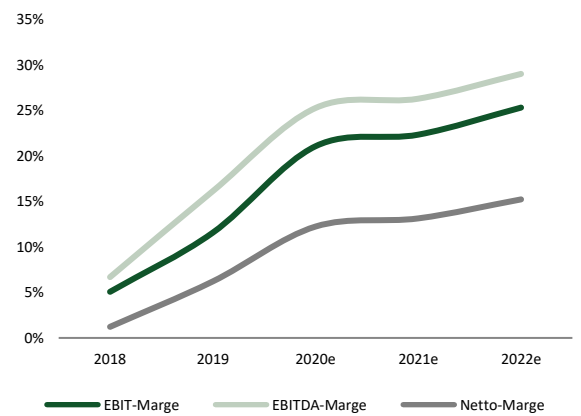
Ergebnisentwicklung



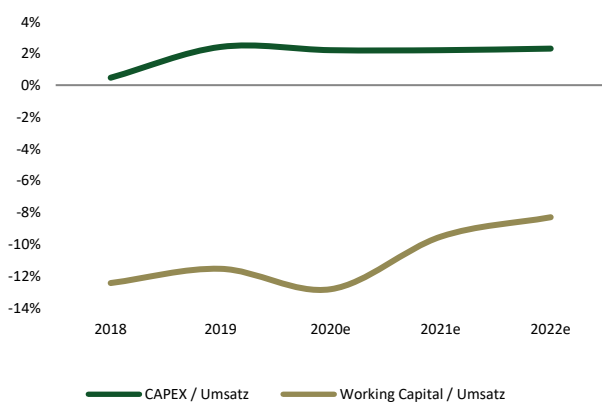
Free-Cash-Flow Entwicklung



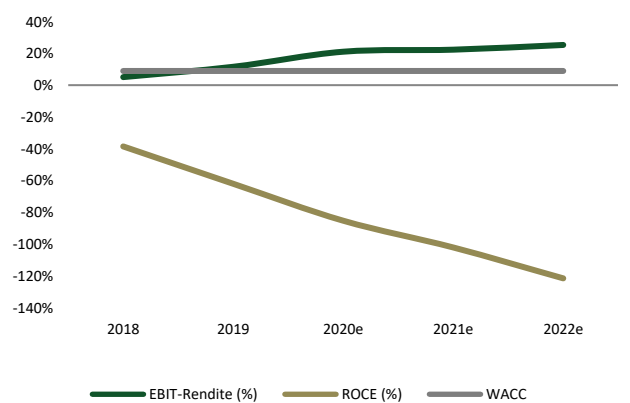
Margenentwicklung



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 berechnigte 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: 18.11.2020):** 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: 18.11.2020):** 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%
Kaufen	28.07.2020	3,56	4,70	+32%
Kaufen	01.10.2020	3,54	4,80	+36%
Kaufen	19.10.2020	3,86	5,40	+40%
Kaufen	18.11.2020	4,42	5,40	+22%