

**Empfehlung:** Kaufen

**Kursziel:** 8,20 Euro

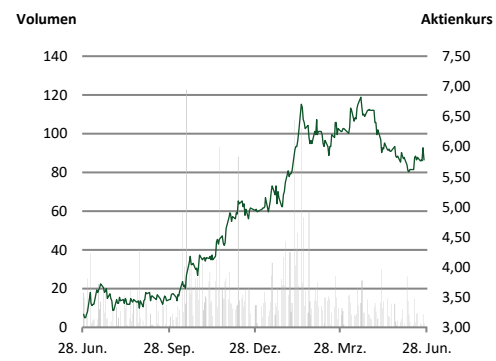
**Kurspotenzial:** +36 Prozent

**Aktien Daten**

KURS (Schlusskurs Vortag)	6,02 EURO (XETRA)
Aktienanzahl (in Mio.)	20,92
Marktkap. (in Mio. Euro)	125,9
Enterprise Value (in Mio. Euro)	102,7
Ticker	APM
ISIN	NL0000238145

**Kursperformance**

52 Wochen-Hoch (in Euro)	6,96
52 Wochen-Tief (in Euro)	3,12
3 M relativ zum CDAX	-7,2%
6 M relativ zum CDAX	+11,4%



Quelle: Capital IQ

**Aktionärsstruktur**

Streubesitz	49,7%
EMA B.V.	44,1%
Eigene Anteile	3,6%
Euro Serve Media GmbH	2,6%

**Termine**

Q2 Bericht	24. August 2021
Q3 Bericht	18. November 2021

**Prognoseanpassung**

	2021e	2022e	2023e
Umsatz (alt)	29,1	32,6	35,8
Δ in %	-	-	-
EBIT (alt)	7,1	9,0	10,5
Δ in %	-	-	-
EPS (alt)	0,20	0,25	0,30
Δ in %	-	-	-

**Analyst**

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

**Publikation**

Comment 29. Juni 2021

**Regulatorischer Wandel in der Online-Marketing-Branche dürfte keine negativen Folgen für ad pepper haben**

Vergangene Woche hat Google angekündigt, dass der Werbegigant die schrittweise Abschaffung von 3rd-Party-Cookies um ein Jahr auf 2023 verschiebt. Ziel der Maßnahme ist ein erhöhter Schutz der Privatsphäre von Nutzern, was jedoch mit spürbaren Folgen für Werbetreibende einhergehen dürfte. Da nun mehr Zeit für die Implementierung alternativer Technologien besteht, führte die Meldung zu Kurssprüngen bei einigen börsennotierten Ad-Tech-Unternehmen (u.a. The Trade Desk +17%, PubMatic +13%, Criteo +12%). Auch die Aktie von ad pepper reagierte mit einem kleinen Intraday-Sprung von rund +4%. Die Bedeutung der jüngsten Entwicklung im Online-Werbemarkt für ad pepper haben wir mit dem Vorstand besprochen und nachfolgend zusammengefasst.

**Bewegung im globalen Ad-Tech-Markt:** In den letzten Jahren zeigte sich das regulatorische Umfeld im globalen Ad-Tech-Markt z.B. durch die Datenschutzgrundverordnung (DSGVO), die ePrivacy-Richtlinie der EU (ePR), den California Consumer Privacy Act (CCPA) oder die iOS 14-Änderungen sehr dynamisch. Schwerwiegende Auswirkungen resultierten daraus jedoch auf keinen der drei Geschäftsbereiche von ad pepper. Die Segmente ad pepper media und ad agents hatten als Full-Service-Agenturen primär eine beratende Funktion für ihre Kunden und keinerlei operative Einbußen durch z.B. nachhaltig reduzierte Budgets. Das Affiliate-Netzwerk Webgains, das selbst als Schnittstelle mit externen Daten arbeitet, musste die Änderungen im Rahmen der in 2016 in Kraft getretenen DSGVO in die eigenen Strukturen implementieren. Im Jahr 2018 wurde zudem ein neues Tracking-Tool eingeführt, das ausschließlich auf 1st-Party-Cookies fußt. Diesbezüglich fand auch eine intensive Zusammenarbeit mit den Advertisern statt, um alle neuen Standards einzuhalten. Nicht zuletzt wurden im Jahr darauf sogar alle Partnerprogramme, die den neuen DSGVO-konformen Code nicht implementiert hatten, von der Plattform suspendiert. ad pepper hat hinsichtlich der DSGVO sowie der Erweiterung in Form der bevorstehenden ePrivacy-Verordnung u.E. somit frühzeitig in die richtigen Stellen der Plattform investiert, um operativ keine Beeinträchtigungen zu spüren. Durch die Umstellung auf ausschließlich 1st-Party-Cookies sehen wir bei Webgains daher auch keinerlei operative Risiken durch die Abschaffung von 3rd-Party-Cookies, wie sie Google nun für 2023 ankündigte.

**Ausblick auf Q2:** Ende Juli rechnen wir seitens ad pepper mit vorläufigen Q2-Zahlen, die u.E. nicht zuletzt aufgrund des guten Marktumfelds im E-Commerce gut ausfallen sollten. Konkret erwarten wir ein Netto-Umsatzwachstum von +10,1% auf 6,7 Mio. Euro, das aus den Segmenten Webgains (MONE: +17,0%) und ad agents (MONE: +14,0%) resultieren dürfte. Einzig das Segment ad pepper media könnte aufgrund des zurückhaltenden Buchungsverhaltens eines Großkunden in Q2 noch schwächeln (MONE: -11,0%).

**Fazit:** Das regulatorische Umfeld im Ad-Tech-Markt ist weiterhin geprägt von diversen Änderungen, die u.E. jedoch keinen direkten Einfluss auf die operative Entwicklung von ad pepper haben. Wir sind somit unverändert überzeugt von der Equity Story und betrachten das aktuelle Kursniveau für langfristig orientierte Investoren als attraktive Kaufgelegenheit.

Geschäftsjahresende: 31.12.	2019	2020	2021e	2022e	2023e
Umsatz	21,8	25,6	29,1	32,6	35,8
Veränderung yoy	7,5%	17,6%	13,6%	12,0%	10,0%
EBITDA	3,5	6,6	8,2	10,2	11,7
EBIT	2,5	5,4	7,1	9,0	10,5
Jahresüberschuss	1,4	3,7	4,2	5,3	6,4
Bruttomarge	96,2%	96,4%	96,7%	97,0%	97,3%
EBITDA-Marge	16,1%	25,6%	28,3%	31,2%	32,8%
EBIT-Marge	11,6%	21,3%	24,3%	27,5%	29,2%
Net Debt	-25,2	-25,3	-32,1	-39,7	-48,2
Net Debt/EBITDA	-7,2	-3,9	-3,9	-3,9	-4,1
ROCE	-56,5%	-93,2%	-142,6%	-159,5%	-174,2%
EPS	0,06	0,17	0,20	0,25	0,30
FCF je Aktie	0,28	0,12	0,27	0,31	0,36
Dividende	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Dividendenrendite	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
EV/Umsatz	4,7	4,0	3,5	3,2	2,9
EV/EBITDA	29,2	15,7	12,5	10,1	8,7
EV/EBIT	40,8	18,8	14,5	11,4	9,8
KGV	100,3	35,4	30,1	24,1	20,1
KBV	7,4	6,4	4,9	3,9	3,1

Quelle: Unternehmen, Montega, CapitalIQ

Angaben in Mio. EUR, EPS in EUR Kurs: 6,02

## 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.

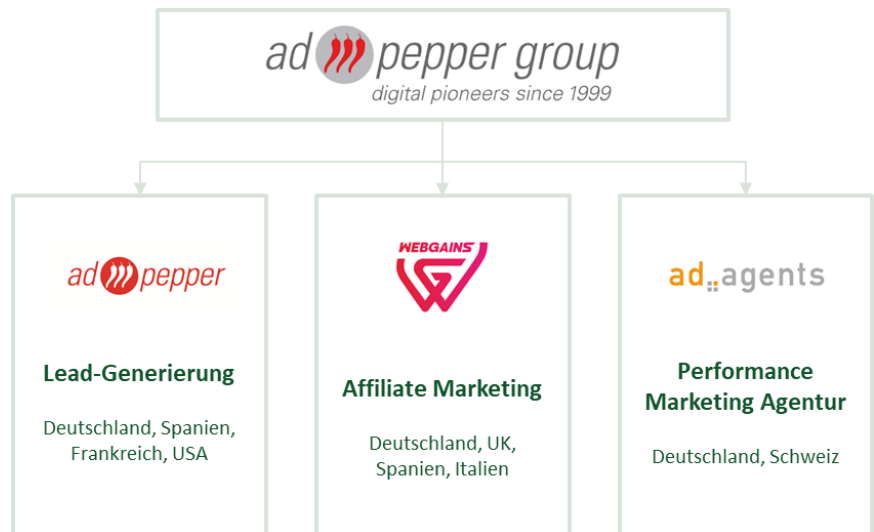
Bereits kurz nach der Gründung im Jahr 1999 begann ad pepper mit einer relativ hohen M&A-Aktivität, die verschiedenen Geschäftsbereiche auszubauen. Dabei beteiligte sich das Unternehmen immer wieder an Technologie-Unternehmen aus der digitalen Werbedienstleistungsbranche. In den Jahren ab 2008 veräußerte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

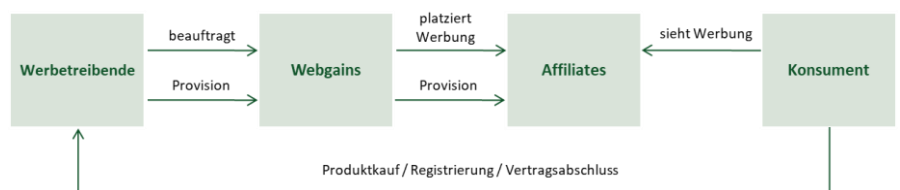
#### ad pepper media

ad pepper media ist das Traditionsegment 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 2020 erzielte ad pepper media Bruttoumsätze von 10,4 Mio. Euro bzw. Nettoerlöse i.H.v. 5,3 Mio. Euro, was einem Anteil von rund 21% 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 52% zum umsatzstärksten Segment der ad pepper-Gruppe entwickelt. Im Geschäftsjahr 2020 erzielte Webgains Bruttoerlöse i.H.v. 67,8 Mio. Euro bzw. einen Nettoumsatz von 13,2 Mio. Euro.

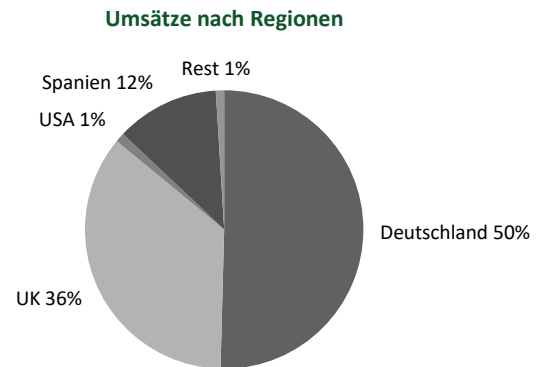
### ad agents

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 28% das zweitgrößte Segment und erreichte im abgelaufenen Geschäftsjahr einen Bruttoumsatz von 23,1 Mio. Euro bzw. Nettoerlöse i.H.v. 7,1 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 2020 konnten Umsatzzuwächse in fast allen vorgenannten Regionen erzielt werden.



Quelle: Unternehmen

## Management

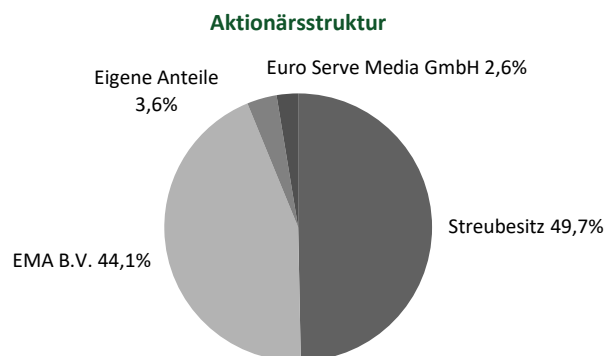
Das operative Geschäft wird derzeit alleinverantwortlich von CEO Dr. Jens Körner geleitet.



**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.). 49,7% der Aktien befinden sich im Streubesitz. 3,6% werden von ad pepper selbst gehalten. 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	2021e	2022e	2023e	2024e	2025e	2026e	2027e	Terminal Value
<b>Umsatz</b>	<b>29,1</b>	<b>32,6</b>	<b>35,8</b>	<b>39,1</b>	<b>42,3</b>	<b>45,2</b>	<b>48,4</b>	<b>49,8</b>
Veränderung	13,6%	12,0%	10,0%	9,2%	8,0%	7,0%	7,0%	3,0%
<b>EBIT</b>	<b>7,1</b>	<b>9,0</b>	<b>10,5</b>	<b>12,0</b>	<b>12,9</b>	<b>13,8</b>	<b>14,8</b>	<b>13,7</b>
EBIT-Marge	24,3%	27,5%	29,2%	30,6%	30,6%	30,6%	30,6%	27,5%
<b>NOPAT</b>	<b>4,9</b>	<b>6,3</b>	<b>7,3</b>	<b>8,4</b>	<b>9,0</b>	<b>9,7</b>	<b>10,4</b>	<b>9,6</b>
<b>Abschreibungen</b>	<b>1,2</b>	<b>1,2</b>	<b>1,3</b>	<b>1,3</b>	<b>1,3</b>	<b>1,4</b>	<b>1,5</b>	<b>1,5</b>
in % vom Umsatz	4,0%	3,7%	3,6%	3,4%	3,0%	3,0%	3,0%	2,9%
<b>Liquiditätsveränderung</b>								
- Working Capital	0,6	0,2	0,1	0,3	0,1	0,2	0,2	0,2
- Investitionen	-0,9	-1,0	-1,1	-1,2	-1,3	-1,4	-1,5	-1,5
Investitionsquote	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%
<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>-0,6</b>
<b>Free Cash Flow (WACC-Modell)</b>	<b>5,2</b>	<b>6,1</b>	<b>7,0</b>	<b>8,2</b>	<b>8,6</b>	<b>9,2</b>	<b>9,9</b>	<b>9,2</b>
<b>WACC</b>	<b>7,8%</b>	<b>7,8%</b>	<b>7,8%</b>	<b>7,8%</b>	<b>7,8%</b>	<b>7,8%</b>	<b>7,8%</b>	<b>7,8%</b>
Present Value	5,0	5,4	5,8	6,2	6,0	6,0	6,0	106,7
<b>Kumuliert</b>	<b>5,0</b>	<b>10,4</b>	<b>16,1</b>	<b>22,4</b>	<b>28,4</b>	<b>34,4</b>	<b>40,4</b>	<b>147,2</b>
<b>Wertermittlung (Mio. Euro)</b>								
Total present value (Tpv)	147,2							
Terminal Value	106,7							
Anteil vom Tpv-Wert	73%							
Verbindlichkeiten	1,2							
Liquide Mittel	25,3							
<b>Eigenkapitalwert</b>	<b>171,3</b>							
<b>Annahmen: Umsatzwachstumsraten und Margenerwartungen</b>								
							2021-2024	10,4%
							2021-2026	9,2%
							ab 2028	3,0%
							2021-2024	27,9%
							2021-2026	28,8%
							ab 2028	27,5%
<b>Sensitivität Wert je Aktie (Euro)</b>								
							ewiges Wachstum	
WACC	2,25%	2,75%	<b>3,00%</b>	3,25%	3,75%			
8,32%	6,97	7,32	7,52	7,74	8,25			
8,07%	7,22	7,61	7,84	8,08	8,66			
<b>7,82%</b>	7,50	7,94	<b>8,19</b>	8,47	9,13			
7,57%	7,81	8,30	8,58	8,90	9,66			
7,32%	8,15	8,70	9,02	9,38	10,26			
<b>Sensitivität Wert je Aktie (Euro)</b>								
							EBIT-Marge ab 2028e	
WACC	27,00%	27,25%	<b>27,50%</b>	27,75%	28,00%			
8,32%	7,43	7,47	7,52	7,56	7,60			
8,07%	7,75	7,79	7,84	7,88	7,93			
<b>7,82%</b>	8,09	8,14	<b>8,19</b>	8,24	8,29			
7,57%	8,48	8,53	8,58	8,63	8,69			
7,32%	8,91	8,96	9,02	9,08	9,13			
Quelle: Montega								

G&V (in Mio. Euro) ad pepper media Int. N.V.	2018	2019	2020	2021e	2022e	2023e
<b>Umsatz</b>	<b>20,3</b>	<b>21,8</b>	<b>25,6</b>	<b>29,1</b>	<b>32,6</b>	<b>35,8</b>
Herstellungskosten	0,7	0,8	0,9	0,9	1,0	1,0
<b>Bruttoergebnis</b>	<b>19,5</b>	<b>21,0</b>	<b>24,7</b>	<b>28,2</b>	<b>31,6</b>	<b>34,8</b>
Forschung und Entwicklung	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Vertriebskosten	12,6	12,2	13,4	14,3	15,6	17,0
Verwaltungskosten	5,9	6,9	7,1	7,3	7,4	7,5
Sonstige betriebliche Aufwendungen	0,5	0,3	0,2	0,4	0,5	0,5
Sonstige betriebliche Erträge	0,5	0,9	1,5	0,9	0,9	0,7
<b>EBITDA</b>	<b>1,4</b>	<b>3,5</b>	<b>6,6</b>	<b>8,2</b>	<b>10,2</b>	<b>11,7</b>
Abschreibungen auf Sachanlagen	0,1	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2
<b>EBITA</b>	<b>1,2</b>	<b>3,4</b>	<b>6,4</b>	<b>8,0</b>	<b>10,0</b>	<b>11,5</b>
Amortisation immaterielle Vermögensgegenstände	0,2	0,8	0,9	1,0	1,0	1,1
Impairment Charges und Amortisation Goodwill	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>EBIT</b>	<b>1,0</b>	<b>2,5</b>	<b>5,4</b>	<b>7,1</b>	<b>9,0</b>	<b>10,5</b>
Finanzergebnis	-0,2	-0,2	-0,1	-0,1	-0,2	-0,1
<b>Ergebnis der gewöhnlichen Geschäftstätigkeit</b>	<b>0,8</b>	<b>2,3</b>	<b>5,3</b>	<b>6,9</b>	<b>8,8</b>	<b>10,3</b>
Außerordentliches Ergebnis	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>EBT</b>	<b>0,8</b>	<b>2,3</b>	<b>5,3</b>	<b>6,9</b>	<b>8,8</b>	<b>10,3</b>
EE-Steuern	0,3	0,4	1,0	2,1	2,6	3,1
Jahresüberschuss aus fortgef. Geschäftstätigkeit	0,5	1,9	4,3	4,9	6,2	7,2
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>0,5</b>	<b>1,9</b>	<b>4,3</b>	<b>4,9</b>	<b>6,2</b>	<b>7,2</b>
Anteile Dritter	0,3	0,6	0,7	0,7	0,8	0,9
<b>Jahresüberschuss</b>	<b>0,2</b>	<b>1,4</b>	<b>3,7</b>	<b>4,2</b>	<b>5,3</b>	<b>6,4</b>

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

G&V (in % vom Umsatz) ad pepper media Int. N.V.	2018	2019	2020	2021e	2022e	2023e
<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	3,6%	3,8%	3,6%	3,3%	3,0%	2,7%
<b>Bruttoergebnis</b>	<b>96,4%</b>	<b>96,2%</b>	<b>96,4%</b>	<b>96,7%</b>	<b>97,0%</b>	<b>97,3%</b>
Forschung und Entwicklung	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
Vertriebskosten	62,26%	56,11%	52,36%	49,29%	47,90%	47,51%
Verwaltungskosten	29,23%	31,45%	27,75%	24,92%	22,70%	21,05%
Sonstige betriebliche Aufwendungen	2,30%	1,44%	0,91%	1,37%	1,66%	1,31%
Sonstige betriebliche Erträge	2,44%	4,33%	5,91%	3,09%	2,76%	1,81%
<b>EBITDA</b>	<b>6,7%</b>	<b>16,1%</b>	<b>25,6%</b>	<b>28,3%</b>	<b>31,2%</b>	<b>32,8%</b>
Abschreibungen auf Sachanlagen	0,7%	0,7%	0,8%	0,6%	0,6%	0,6%
<b>EBITA</b>	<b>6,0%</b>	<b>15,4%</b>	<b>24,8%</b>	<b>27,7%</b>	<b>30,6%</b>	<b>32,2%</b>
Amortisation immaterielle Vermögensgegenstände	0,9%	3,8%	3,5%	3,4%	3,1%	3,0%
Impairment Charges und Amortisation Goodwill	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
<b>EBIT</b>	<b>5,1%</b>	<b>11,6%</b>	<b>21,3%</b>	<b>24,3%</b>	<b>27,5%</b>	<b>29,2%</b>
Finanzergebnis	-0,9%	-1,0%	-0,5%	-0,4%	-0,5%	-0,4%
<b>Ergebnis der gewöhnlichen Geschäftstätigkeit</b>	<b>4,1%</b>	<b>10,6%</b>	<b>20,8%</b>	<b>23,9%</b>	<b>27,0%</b>	<b>28,8%</b>
Außerordentliches Ergebnis	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
<b>EBT</b>	<b>4,1%</b>	<b>10,6%</b>	<b>20,8%</b>	<b>23,9%</b>	<b>27,0%</b>	<b>28,8%</b>
EE-Steuern	1,5%	1,8%	3,9%	7,2%	8,1%	8,6%
Jahresüberschuss aus fortgef. Geschäftstätigkeit	2,6%	8,8%	16,9%	16,7%	18,9%	20,2%
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>2,6%</b>	<b>8,8%</b>	<b>16,9%</b>	<b>16,7%</b>	<b>18,9%</b>	<b>20,2%</b>
Anteile Dritter	1,4%	2,6%	2,6%	2,4%	2,5%	2,4%
<b>Jahresüberschuss</b>	<b>1,2%</b>	<b>6,2%</b>	<b>14,3%</b>	<b>14,3%</b>	<b>16,4%</b>	<b>17,8%</b>

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

Bilanz (in Mio. Euro) ad pepper media Int. N.V.	2018	2019	2020	2021e	2022e	2023e
<b>AKTIVA</b>						
Immaterielle Vermögensgegenstände	0,2	2,5	2,3	1,9	1,5	1,2
Sachanlagen	0,3	0,4	0,4	0,5	0,7	0,8
Finanzanlagen	2,7	0,4	0,4	0,4	0,4	0,4
<b>Anlagevermögen</b>	<b>3,3</b>	<b>3,3</b>	<b>3,1</b>	<b>2,8</b>	<b>2,6</b>	<b>2,4</b>
Vorräte	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Forderungen aus Lieferungen und Leistungen	17,6	14,9	19,7	20,7	22,3	23,6
Liquide Mittel	18,2	25,2	25,3	32,1	39,7	48,2
Sonstige Vermögensgegenstände	0,5	0,6	0,7	0,7	0,7	0,7
<b>Umlaufvermögen</b>	<b>36,3</b>	<b>40,7</b>	<b>45,7</b>	<b>53,5</b>	<b>62,7</b>	<b>72,5</b>
<b>Bilanzsumme</b>	<b>39,6</b>	<b>44,1</b>	<b>48,8</b>	<b>56,3</b>	<b>65,2</b>	<b>74,9</b>
<b>PASSIVA</b>						
<b>Eigenkapital</b>	<b>15,7</b>	<b>17,1</b>	<b>19,7</b>	<b>25,5</b>	<b>32,7</b>	<b>40,9</b>
<b>Anteile Dritter</b>	<b>0,9</b>	<b>0,9</b>	<b>1,2</b>	<b>1,2</b>	<b>1,2</b>	<b>1,2</b>
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	19,0	18,6	20,7	22,3	24,1	25,5
Sonstige Verbindlichkeiten	4,1	7,4	7,3	7,3	7,3	7,3
<b>Verbindlichkeiten</b>	<b>23,1</b>	<b>26,0</b>	<b>28,0</b>	<b>29,6</b>	<b>31,4</b>	<b>32,8</b>
<b>Bilanzsumme</b>	<b>39,6</b>	<b>44,1</b>	<b>48,8</b>	<b>56,3</b>	<b>65,2</b>	<b>74,9</b>

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

Bilanz (in % der Bilanzsumme) ad pepper media Int. N.V.	2018	2019	2020	2021e	2022e	2023e
<b>AKTIVA</b>						
Immaterielle Vermögensgegenstände	0,6%	5,6%	4,7%	3,4%	2,4%	1,6%
Sachanlagen	0,8%	0,9%	0,8%	0,9%	1,0%	1,1%
Finanzanlagen	6,9%	1,0%	0,8%	0,7%	0,6%	0,5%
<b>Anlagevermögen</b>	<b>8,2%</b>	<b>7,5%</b>	<b>6,4%</b>	<b>5,0%</b>	<b>4,0%</b>	<b>3,2%</b>
Vorräte	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Forderungen aus Lieferungen und Leistungen	44,5%	33,8%	40,4%	36,8%	34,2%	31,5%
Liquide Mittel	46,0%	57,2%	51,9%	57,0%	60,9%	64,4%
Sonstige Vermögensgegenstände	1,2%	1,4%	1,4%	1,2%	1,0%	0,9%
<b>Umlaufvermögen</b>	<b>91,8%</b>	<b>92,4%</b>	<b>93,7%</b>	<b>94,9%</b>	<b>96,1%</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>39,5%</b>	<b>38,8%</b>	<b>40,3%</b>	<b>45,4%</b>	<b>50,1%</b>	<b>54,7%</b>
<b>Anteile Dritter</b>	<b>2,2%</b>	<b>2,1%</b>	<b>2,4%</b>	<b>2,1%</b>	<b>1,8%</b>	<b>1,5%</b>
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	47,9%	42,2%	42,5%	39,6%	37,0%	34,0%
Sonstige Verbindlichkeiten	10,4%	16,8%	14,9%	12,9%	11,1%	9,7%
<b>Verbindlichkeiten</b>	<b>58,3%</b>	<b>59,0%</b>	<b>57,4%</b>	<b>52,5%</b>	<b>48,1%</b>	<b>43,7%</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)



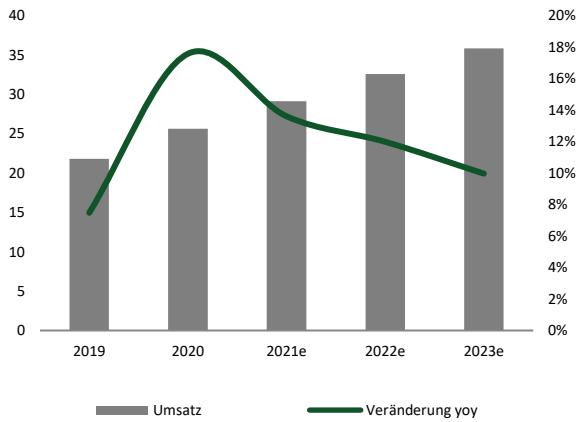
Kapitalflussrechnung (in Mio. Euro) ad pepper media Int. N.V.	2018	2019	2020	2021e	2022e	2023e
Jahresüberschuss/ -fehlbetrag	0,5	1,9	4,3	4,9	6,2	7,2
Abschreibung Anlagevermögen	0,1	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2
Amortisation immaterielle Vermögensgegenstände	0,2	0,8	0,9	1,0	1,0	1,1
Veränderung langfristige Rückstellungen	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Sonstige zahlungsunwirksame Erträge/Aufwendungen	0,2	-0,8	-0,5	0,0	0,0	0,0
<b>Cash Flow</b>	<b>1,1</b>	<b>2,1</b>	<b>4,9</b>	<b>6,0</b>	<b>7,4</b>	<b>8,5</b>
Veränderung Working Capital	-2,6	4,3	-1,6	0,6	0,2	0,1
<b>Cash Flow aus operativer Tätigkeit</b>	<b>-1,5</b>	<b>6,5</b>	<b>3,4</b>	<b>6,6</b>	<b>7,6</b>	<b>8,6</b>
CAPEX	-0,1	-0,5	-0,8	-0,9	-1,0	-1,1
Sonstiges	0,0	2,2	-1,0	0,0	0,0	0,0
<b>Cash Flow aus Investitionstätigkeit</b>	<b>-0,1</b>	<b>1,6</b>	<b>-1,8</b>	<b>-0,9</b>	<b>-1,0</b>	<b>-1,1</b>
Dividendenzahlung	-0,2	-0,5	-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	-0,7	-1,8	0,0	0,0	0,0
<b>Cash Flow aus Finanzierungstätigkeit</b>	<b>-0,3</b>	<b>-1,2</b>	<b>-2,3</b>	<b>0,0</b>	<b>0,0</b>	<b>0,0</b>
Effekte aus Wechselkursänderungen	0,0	0,1	-0,2	0,0	0,0	0,0
<b>Veränderung liquide Mittel</b>	<b>-1,9</b>	<b>6,9</b>	<b>-0,7</b>	<b>5,7</b>	<b>6,6</b>	<b>7,5</b>
<b>Endbestand liquide Mittel</b>	<b>18,2</b>	<b>25,2</b>	<b>24,3</b>	<b>31,1</b>	<b>38,7</b>	<b>47,2</b>

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

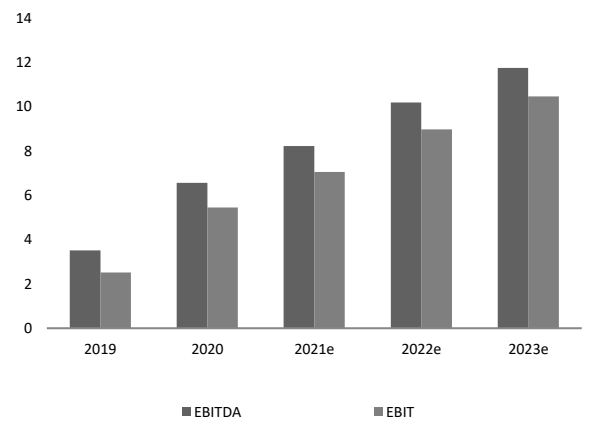
Kennzahlen ad pepper media Int. N.V.	2018	2019	2020	2021e	2022e	2023e
<b>Ertragsmargen</b>						
Bruttomarge (%)	96,4%	96,2%	96,4%	96,7%	97,0%	97,3%
EBITDA-Marge (%)	6,7%	16,1%	25,6%	28,3%	31,2%	32,8%
EBIT-Marge (%)	5,1%	11,6%	21,3%	24,3%	27,5%	29,2%
EBT-Marge (%)	4,1%	10,6%	20,8%	23,9%	27,0%	28,8%
Netto-Umsatzrendite (%)	2,6%	8,8%	16,9%	16,7%	18,9%	20,2%
<b>Kapitalverzinsung</b>						
ROCE (%)	-38,5%	-56,5%	-93,2%	-142,6%	-159,5%	-174,2%
ROE (%)	1,5%	8,2%	20,3%	20,0%	20,0%	18,8%
ROA (%)	0,6%	3,1%	7,5%	7,4%	8,2%	8,5%
<b>Solvanz</b>						
Net Debt zum Jahresende (Mio. Euro)	-18,2	-25,2	-25,3	-32,1	-39,7	-48,2
Net Debt / EBITDA	-13,5	-7,2	-3,9	-3,9	-3,9	-4,1
Net Gearing (Net Debt/EK)	-1,1	-1,4	-1,2	-1,2	-1,2	-1,1
<b>Kapitalfluss</b>						
Free Cash Flow (Mio. EUR)	-1,6	6,0	2,6	5,7	6,6	7,5
Capex / Umsatz (%)	0%	2%	7%	3%	3%	3%
Working Capital / Umsatz (%)	-12%	-12%	-9%	-4%	-5%	-5%
<b>Bewertung</b>						
EV/Umsatz	5,1	4,7	4,0	3,5	3,2	2,9
EV/EBITDA	75,8	29,2	15,7	12,5	10,1	8,7
EV/EBIT	100,0	40,8	18,8	14,5	11,4	9,8
EV/FCF	-	17,2	39,6	17,9	15,6	13,6
KGV	602,0	100,3	35,4	30,1	24,1	20,1
KBV	8,0	7,4	6,4	4,9	3,9	3,1
Dividendenrendite	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%

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

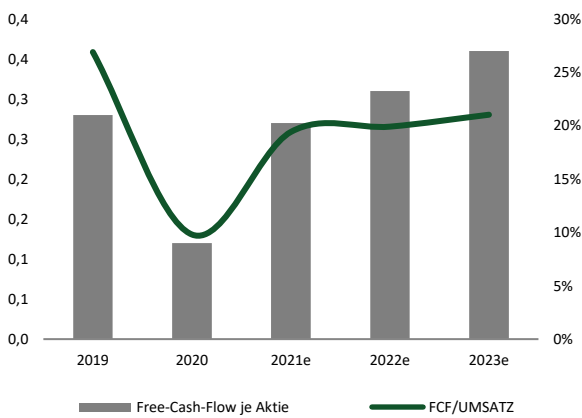
Umsatzentwicklung



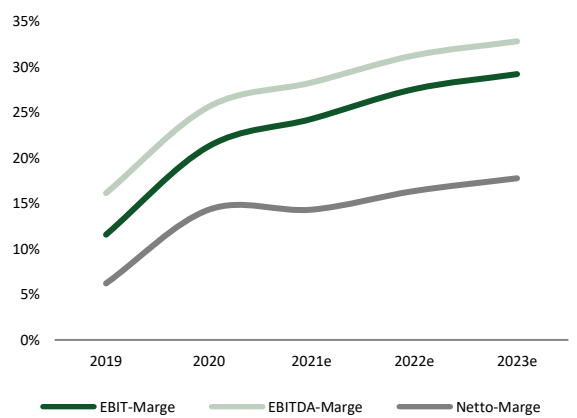
Ergebnisentwicklung



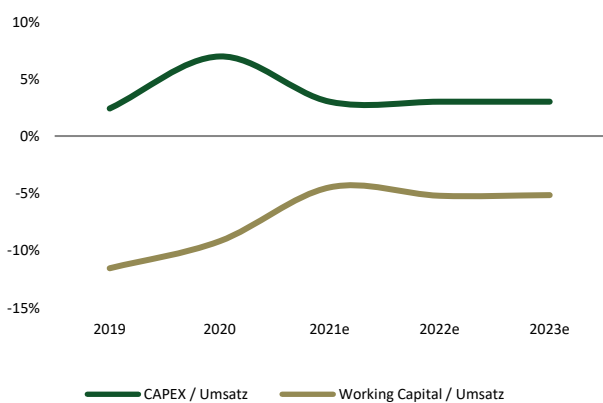
Free-Cash-Flow Entwicklung



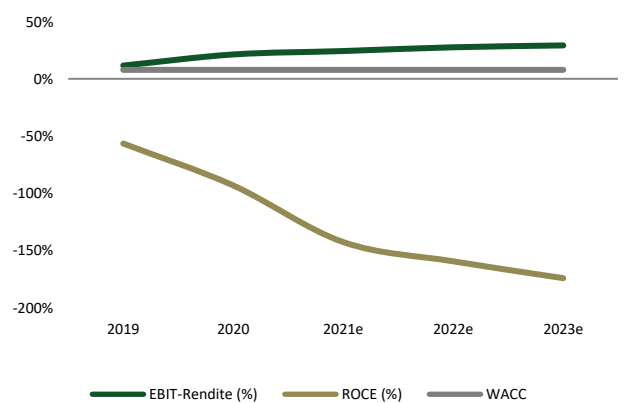
Margenentwicklung



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: 29.06.2021):** 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: 29.06.2021):** 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%
Kaufen	10.12.2020	4,90	6,20	+27%
Kaufen	10.02.2021	6,00	8,00	+33%
Kaufen	26.03.2021	6,20	8,20	+32%
Kaufen	21.04.2021	6,66	8,20	+23%
Kaufen	29.04.2021	6,62	8,20	+24%
Kaufen	29.06.2021	6,02	8,20	+36%