

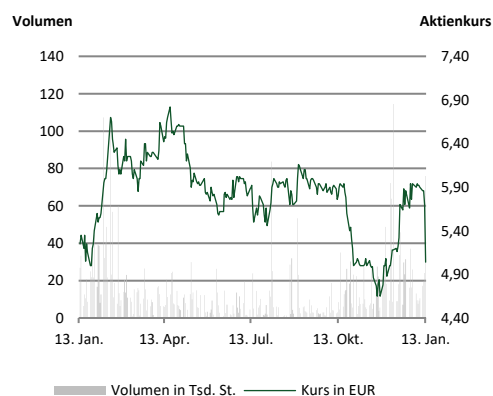
**Empfehlung:** **Kaufen**
**Kursziel:** **7,30 Euro** (zuvor: 8,10 Euro)

**Kurspotenzial:** **+45 Prozent**
**Aktien Daten**

KURS (Schlusskurs Vortag)	5,04 EURO (XETRA)
Aktienanzahl (in Mio.)	20,74
Marktkap. (in Mio. Euro)	104,5
Enterprise Value (in Mio. Euro)	81,1
Ticker	APM
ISIN	NL0000238145

**Kursperformance**

52 Wochen-Hoch (in Euro)	6,96
52 Wochen-Tief (in Euro)	4,58
3 M relativ zum CDAX	-16,9%
6 M relativ zum CDAX	-10,0%


**Aktionärsstruktur**

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

**Termine**

GB 2021	29. März 2022
HV	17. Mai 2022

**Prognoseanpassung**

	2021e	2022e	2023e
Umsatz (alt)	28,6	32,6	35,8
Δ in %	-4,2%	-3,9%	-3,0%
EBIT (alt)	6,1	7,3	8,6
Δ in %	-46,4%	-26,1%	-23,5%
EPS (alt)	0,17	0,20	0,24
Δ in %	-58,8%	-30,0%	-29,2%

**Analyst**

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

**Publikation**

Comment 14. Januar 2022

**Investment Case bleibt trotz temporärer Schwäche intakt**

ad pepper hat vorgestern Abend auf Basis erster vorläufiger Umsatzzahlen die Jahresziele nach unten revidiert und dies – neben der bereits bekannten schwachen Entwicklung im Segment ad pepper media – vor allem mit einem enttäuschenden Verlauf beim Affiliate-Netzwerk Webgains begründet. Einzig die Performance Marketing-Agentur ad agents scheint auch in Q4/21 erneut zweistellig gewachsen zu sein (MONE: +12,5% yoy).

**Erlösentwicklung in Q4 rund 1,0 Mio. Euro niedriger als avisiert:** Mitte Oktober veröffentlichte ad pepper eine Umsatz-Guidance für Q4/21, die ein Erlösniveau von rund 8,0 Mio. Euro in Aussicht stellte. Nun passte der Vorstand diese Zielmarke auf nur noch ca. 7,0 Mio. Euro an (FY 2021: 27,4 Mio. Euro). Wir waren ursprünglich von 8,2 Mio. Euro ausgegangen (FY 2021e: 28,6 Mio. Euro) und hatten angenommen, dass es ad pepper durch die stark diversifizierte Kundebasis gelingt, ein schwächeres Wachstum einzelner Kunden kompensieren bzw. durch die Anbindung neuer Kunden sogar überkompensieren zu können. Letztlich scheint genau dies jedoch nicht eingetreten zu sein, sodass insbesondere das Affiliate-Netzwerk Webgains eine enttäuschende Entwicklung im wichtigen Schlussquartal erzielte. Zurückzuführen ist dies nach Rücksprache mit dem Management sowohl auf im Vorjahresvergleich schwächere Wachstumsraten im E-Commerce (Lockdown in Q4/20 vs. kein Lockdown in Q4/21) als auch auf die Störungen in den globalen Lieferketten. Konkrete (vorläufige) Finanzkennzahlen wird ad pepper Anfang Februar veröffentlichen und damit auch genauere Informationen zur Entwicklung der drei Segmente bekanntgeben.

**EBITDA durch höhere Wachstumsinvestitionen stärker belastet als erwartet:** Auf Ergebnisebene hatte das Unternehmen zuvor keine Jahresziele kommuniziert. Für Q4 stellt ad pepper nun ein überraschend schwaches EBITDA in der Bandbreite von 0,6 bis 0,8 Mio. Euro in Aussicht (Vj.: 2,3 Mio. Euro; MONE: 3,4 Mio. Euro). Auf Gesamtjahressicht dürfte das Unternehmen ein EBITDA zwischen 4,2 und 4,4 Mio. Euro erreichen (Vj.: 6,6 Mio. Euro). Als Grund für den überproportionalen Ergebnismrückgang nannte der CEO neben dem Erlösrückgang auch stärkere Wachstumsinvestitionen. Die betrifft u.E. vor allem zusätzliches Personal für die Segmente ad agents sowie insbesondere Webgains. Bei Letzterem scheint beispielsweise die Expansion in die Benelux- und Nordischen-Länder sowie Osteuropa in den nächsten Monaten intensiviert zu werden.

**Strukturelle Wachstumstreiber trotz temporärer Schwäche vollständig intakt:** Wengleich die Gewinnwarnung das Sentiment kurzfristig eintrübt, bleibt der Investment Case mit seinen strukturellen Wachstumstreibern (primär die sukzessive Verlagerung von Werbeumsätzen aus klassischen Kanälen ins Internet) u.E. vollständig intakt. In unserem Bewertungsmodell haben wir nun sowohl die Guidanceanpassung für 2021 als auch erhöhte Wachstumsinvestitionen (OPEX) ab 2022 berücksichtigt.

**Fazit:** Die Equity Story von ad pepper ist für uns aufgrund der hohen Unternehmensqualität sowie der u.E. nur temporären Schwäche nach wie vor attraktiv. Wir bestätigen daher mit angepasstem Kursziel von 7,30 Euro (zuvor: 8,10 Euro) unsere Kaufempfehlung.

Geschäftsjahresende: 31.12.	2019	2020	2021e	2022e	2023e
Umsatz	21,8	25,6	27,4	31,3	34,8
Veränderung yoy	7,5%	17,6%	7,1%	14,3%	11,0%
EBITDA	3,5	6,6	4,3	6,6	7,8
EBIT	2,5	5,4	3,2	5,4	6,6
Jahresüberschuss	1,4	3,7	1,5	2,9	3,7
Bruttomarge	96,2%	96,4%	96,5%	96,9%	97,2%
EBITDA-Marge	16,1%	25,6%	15,8%	20,9%	22,5%
EBIT-Marge	11,6%	21,3%	11,8%	17,2%	18,9%
Net Debt	-25,2	-25,3	-29,3	-34,4	-40,3
Net Debt/EBITDA	-7,2	-3,9	-6,7	-5,2	-5,2
ROCE	-56,5%	-93,2%	-66,7%	-100,0%	-113,4%
EPS	0,06	0,17	0,07	0,14	0,17
FCF je Aktie	0,28	0,12	0,14	0,19	0,23
Dividenden	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Dividendenrendite	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
EV/Umsatz	3,7	3,2	3,0	2,6	2,3
EV/EBITDA	23,1	12,4	18,7	12,4	10,4
EV/EBIT	32,2	14,9	25,0	15,0	12,3
KGV	84,0	29,6	72,0	36,0	29,6
KBV	6,1	5,3	4,6	3,8	3,2

Quelle: Unternehmen, Montega, CapitalIQ

Angaben in Mio. EUR, EPS in EUR Kurs: 5,04

## 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.

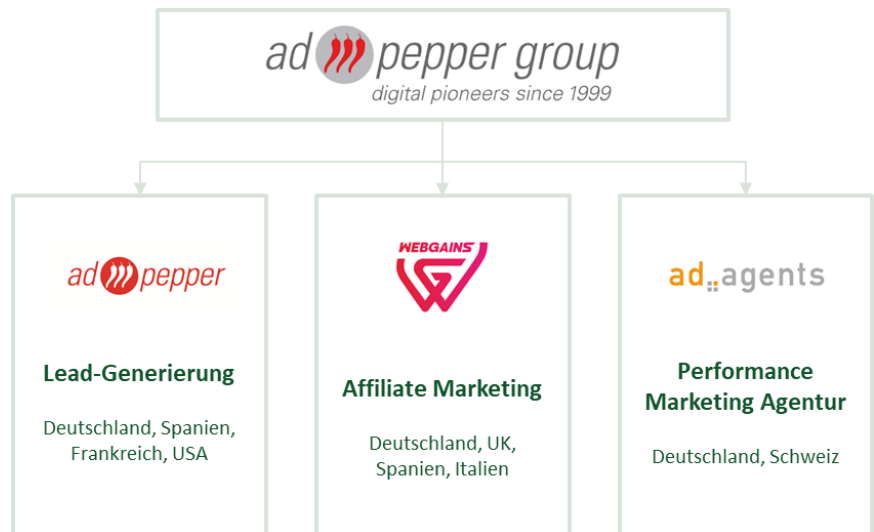
Bereits kurz nach der Gründung im Jahr 1999 begann ad pepper mit einer relativ hohen M&A-Aktivität, die verschiedenen Geschäftsbereiche auszubauen. Dabei beteiligte sich das Unternehmen immer wieder an Technologie-Unternehmen aus der digitalen Werbedienstleistungsbranche. In den Jahren ab 2008 veräußerte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

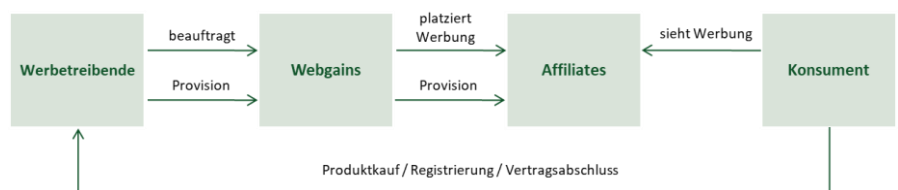
#### ad pepper media

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 1.800 Werbetreibende (Merchants) und 250.000 Affiliates sind in über 150 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.

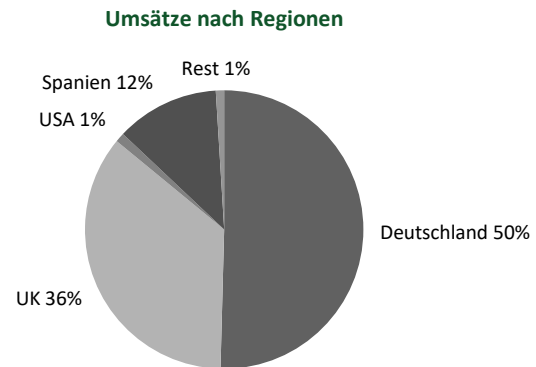
### ad agents

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

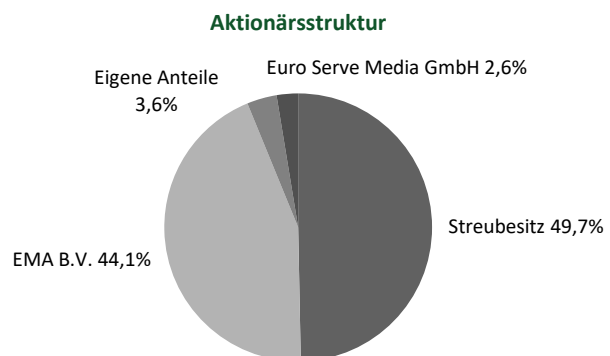
Das operative Geschäft wird derzeit alleinverantwortlich von CEO Dr. Jens Körner geleitet.



**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	2021e	2022e	2023e	2024e	2025e	2026e	2027e	Terminal Value
Angaben in Mio.Euro								
<b>Umsatz</b>	<b>27,4</b>	<b>31,3</b>	<b>34,8</b>	<b>38,0</b>	<b>41,1</b>	<b>43,9</b>	<b>47,0</b>	<b>48,4</b>
Veränderung	7,1%	14,3%	11,0%	9,3%	8,0%	7,0%	7,0%	3,0%
<b>EBIT</b>	<b>3,2</b>	<b>5,4</b>	<b>6,6</b>	<b>7,9</b>	<b>9,4</b>	<b>11,0</b>	<b>12,7</b>	<b>12,1</b>
EBIT-Marge	11,8%	17,2%	18,9%	20,8%	23,0%	25,0%	27,0%	25,0%
<b>NOPAT</b>	<b>2,3</b>	<b>3,8</b>	<b>4,6</b>	<b>5,5</b>	<b>6,6</b>	<b>7,7</b>	<b>8,9</b>	<b>8,5</b>
<b>Abschreibungen</b>	<b>1,1</b>	<b>1,2</b>	<b>1,3</b>	<b>1,3</b>	<b>1,2</b>	<b>1,3</b>	<b>1,4</b>	<b>1,4</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	0,5	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2
- Investitionen	-0,8	-0,9	-1,0	-1,1	-1,2	-1,3	-1,4	-1,4
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>2,4</b>	<b>3,6</b>	<b>4,4</b>	<b>5,3</b>	<b>6,2</b>	<b>7,2</b>	<b>8,5</b>	<b>8,0</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	2,5	3,4	3,8	4,2	4,6	5,0	5,4	99,0
<b>Kumuliert</b>	<b>2,5</b>	<b>5,8</b>	<b>9,6</b>	<b>13,9</b>	<b>18,5</b>	<b>23,5</b>	<b>28,9</b>	<b>127,9</b>

Wertermittlung (Mio. Euro)	Annahmen: Umsatzwachstumsraten und Margenerwartungen
Total present value (Tpv)	127,9
Terminal Value	99,0
Anteil vom Tpv-Wert	77%
Verbindlichkeiten	1,2
Liquide Mittel	25,3
<b>Eigenkapitalwert</b>	<b>152,1</b>
	Kurzfristiges Umsatzwachstum 2021-2024 11,5%
	Mittelfristiges Umsatzwachstum 2021-2026 9,9%
	Langfristiges Umsatzwachstum ab 2028 3,0%
	EBIT-Marge 2021-2024 17,2%
	EBIT-Marge 2021-2026 19,5%
	Langfristige EBIT-Marge ab 2028 25,0%

Aktienzahl (Mio.)	20,74	Sensitivität Wert je Aktie (Euro) ewiges Wachstum					
<b>Wert je Aktie (Euro)</b>	<b>7,34</b>	WACC	2,25%	2,75%	<b>3,00%</b>	3,25%	3,75%
<b>+Upside / -Downside</b>	<b>46%</b>	8,32%	6,21	6,54	6,73	6,94	7,42
<b>Aktienkurs (Euro)</b>	<b>5,04</b>	8,07%	6,44	6,81	7,02	7,25	7,79
		<b>7,82%</b>	6,69	7,10	<b>7,34</b>	7,60	8,21
		7,57%	6,97	7,42	7,69	7,98	8,69
		7,32%	7,27	7,78	8,08	8,42	9,24

Modellparameter	Sensitivität Wert je Aktie (Euro) EBIT-Marge ab 2028e						
Fremdkapitalquote	30,0%	WACC	24,50%	24,75%	<b>25,00%</b>	25,25%	25,50%
Fremdkapitalzins	4,0%	8,32%	6,64	6,68	6,73	6,77	6,82
Marktrendite	9,0%	8,07%	6,92	6,97	7,02	7,06	7,11
risikofreie Rendite	2,50%	<b>7,82%</b>	7,23	7,28	<b>7,34</b>	7,39	7,44
		7,57%	7,58	7,63	7,69	7,74	7,80
		7,32%	7,97	8,03	8,08	8,14	8,20

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>27,4</b>	<b>31,3</b>	<b>34,8</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>26,5</b>	<b>30,4</b>	<b>33,8</b>
Forschung und Entwicklung	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Vertriebskosten	12,6	12,2	13,4	15,9	17,9	19,9
Verwaltungskosten	5,9	6,9	7,1	7,3	7,4	7,5
Sonstige betriebliche Aufwendungen	0,5	0,3	0,2	0,8	0,5	0,5
Sonstige betriebliche Erträge	0,5	0,9	1,5	0,8	0,9	0,7
<b>EBITDA</b>	<b>1,4</b>	<b>3,5</b>	<b>6,6</b>	<b>4,3</b>	<b>6,6</b>	<b>7,8</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>4,2</b>	<b>6,4</b>	<b>7,6</b>
Amortisation immaterielle Vermögensgegenstände	0,2	0,8	0,9	0,9	1,0	1,0
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>3,2</b>	<b>5,4</b>	<b>6,6</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>3,1</b>	<b>5,2</b>	<b>6,4</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>3,1</b>	<b>5,2</b>	<b>6,4</b>
EE-Steuern	0,3	0,4	1,0	0,9	1,6	1,9
Jahresüberschuss aus fortgef. Geschäftstätigkeit	0,5	1,9	4,3	2,2	3,7	4,5
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>2,2</b>	<b>3,7</b>	<b>4,5</b>
Anteile Dritter	0,3	0,6	0,7	0,7	0,8	0,8
<b>Jahresüberschuss</b>	<b>0,2</b>	<b>1,4</b>	<b>3,7</b>	<b>1,5</b>	<b>2,9</b>	<b>3,7</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%	3,5%	3,1%	2,8%
<b>Bruttoergebnis</b>	<b>96,4%</b>	<b>96,2%</b>	<b>96,4%</b>	<b>96,5%</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	62,26%	56,11%	52,36%	58,10%	57,24%	57,11%
Verwaltungskosten	29,23%	31,45%	27,75%	26,43%	23,59%	21,69%
Sonstige betriebliche Aufwendungen	2,30%	1,44%	0,91%	2,92%	1,72%	1,35%
Sonstige betriebliche Erträge	2,44%	4,33%	5,91%	2,73%	2,87%	1,87%
<b>EBITDA</b>	<b>6,7%</b>	<b>16,1%</b>	<b>25,6%</b>	<b>15,8%</b>	<b>20,9%</b>	<b>22,5%</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>15,2%</b>	<b>20,3%</b>	<b>21,9%</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>11,8%</b>	<b>17,2%</b>	<b>18,9%</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>11,4%</b>	<b>16,7%</b>	<b>18,5%</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>11,4%</b>	<b>16,7%</b>	<b>18,5%</b>
EE-Steuern	1,5%	1,8%	3,9%	3,4%	5,0%	5,5%
Jahresüberschuss aus fortgef. Geschäftstätigkeit	2,6%	8,8%	16,9%	8,0%	11,7%	12,9%
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>8,0%</b>	<b>11,7%</b>	<b>12,9%</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>5,6%</b>	<b>9,1%</b>	<b>10,5%</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	1,6	1,2
Sachanlagen	0,3	0,4	0,4	0,5	0,6	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	19,5	21,5	22,9
Liquide Mittel	18,2	25,2	25,3	29,3	34,4	40,3
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>49,5</b>	<b>56,6</b>	<b>63,9</b>
<b>Bilanzsumme</b>	<b>39,6</b>	<b>44,1</b>	<b>48,8</b>	<b>52,3</b>	<b>59,2</b>	<b>66,3</b>
<b>PASSIVA</b>						
<b>Eigenkapital</b>	<b>15,7</b>	<b>17,1</b>	<b>19,7</b>	<b>22,9</b>	<b>27,6</b>	<b>33,1</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	21,0	23,2	24,8
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>28,3</b>	<b>30,5</b>	<b>32,1</b>
<b>Bilanzsumme</b>	<b>39,6</b>	<b>44,1</b>	<b>48,8</b>	<b>52,3</b>	<b>59,2</b>	<b>66,3</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%	3,7%	2,7%	1,9%
Sachanlagen	0,8%	0,9%	0,8%	1,0%	1,1%	1,2%
Finanzanlagen	6,9%	1,0%	0,8%	0,8%	0,7%	0,6%
<b>Anlagevermögen</b>	<b>8,2%</b>	<b>7,5%</b>	<b>6,4%</b>	<b>5,4%</b>	<b>4,4%</b>	<b>3,6%</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%	37,3%	36,3%	34,5%
Liquide Mittel	46,0%	57,2%	51,9%	56,0%	58,1%	60,8%
Sonstige Vermögensgegenstände	1,2%	1,4%	1,4%	1,3%	1,1%	1,0%
<b>Umlaufvermögen</b>	<b>91,8%</b>	<b>92,4%</b>	<b>93,7%</b>	<b>94,6%</b>	<b>95,6%</b>	<b>96,4%</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>43,8%</b>	<b>46,6%</b>	<b>49,9%</b>
<b>Anteile Dritter</b>	<b>2,2%</b>	<b>2,1%</b>	<b>2,4%</b>	<b>2,2%</b>	<b>2,0%</b>	<b>1,7%</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%	40,2%	39,2%	37,4%
Sonstige Verbindlichkeiten	10,4%	16,8%	14,9%	13,9%	12,3%	11,0%
<b>Verbindlichkeiten</b>	<b>58,3%</b>	<b>59,0%</b>	<b>57,4%</b>	<b>54,0%</b>	<b>51,5%</b>	<b>48,4%</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)



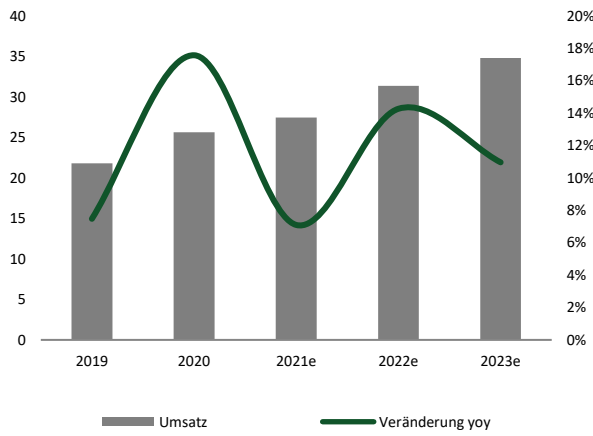
Kapitalflussrechnung (in Mio. Euro) ad pepper media Int. N.V.	2018	2019	2020	2021e	2022e	2023e
Jahresüberschuss/ -fehlbetrag	0,5	1,9	4,3	2,2	3,7	4,5
Abschreibung Anlagevermögen	0,1	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2
Amortisation immaterielle Vermögensgegenstände	0,2	0,8	0,9	0,9	1,0	1,0
Veränderung langfristige Rückstellungen	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>3,3</b>	<b>4,8</b>	<b>5,8</b>
Veränderung Working Capital	-2,6	4,3	-1,6	0,5	0,2	0,2
<b>Cash Flow aus operativer Tätigkeit</b>	<b>-1,5</b>	<b>6,5</b>	<b>3,4</b>	<b>3,8</b>	<b>5,0</b>	<b>6,0</b>
CAPEX	-0,1	-0,5	-0,8	-0,8	-0,9	-1,0
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>-0,8</b>	<b>-0,9</b>	<b>-1,0</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>3,0</b>	<b>4,1</b>	<b>4,9</b>
<b>Endbestand liquide Mittel</b>	<b>18,2</b>	<b>25,2</b>	<b>24,3</b>	<b>28,3</b>	<b>33,4</b>	<b>39,3</b>

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

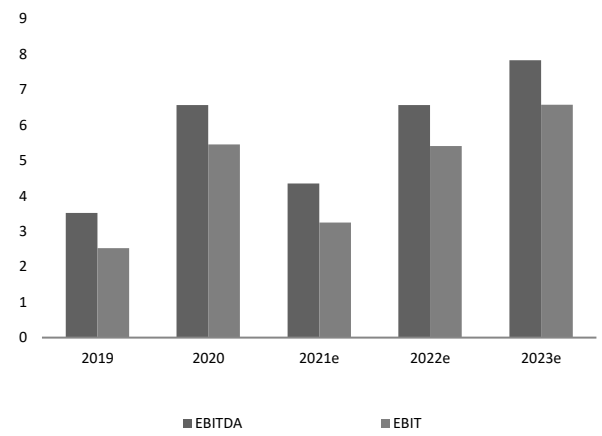
Kennzahlen ad pepper media Int. N.V.	2018	2019	2020	2021e	2022e	2023e
<b>Ertragsmargen</b>						
Bruttomarge (%)	96,4%	96,2%	96,4%	96,5%	96,9%	97,2%
EBITDA-Marge (%)	6,7%	16,1%	25,6%	15,8%	20,9%	22,5%
EBIT-Marge (%)	5,1%	11,6%	21,3%	11,8%	17,2%	18,9%
EBT-Marge (%)	4,1%	10,6%	20,8%	11,4%	16,7%	18,5%
Netto-Umsatzrendite (%)	2,6%	8,8%	16,9%	8,0%	11,7%	12,9%
<b>Kapitalverzinsung</b>						
ROCE (%)	-38,5%	-56,5%	-93,2%	-66,7%	-99,1%	-111,5%
ROE (%)	1,5%	8,2%	20,3%	7,4%	11,9%	12,8%
ROA (%)	0,6%	3,1%	7,5%	2,9%	4,8%	5,5%
<b>Solvenz</b>						
Net Debt zum Jahresende (Mio. Euro)	-18,2	-25,2	-25,3	-29,3	-34,4	-40,3
Net Debt / EBITDA	-13,5	-7,2	-3,9	-6,7	-5,2	-5,2
Net Gearing (Net Debt/EK)	-1,1	-1,4	-1,2	-1,2	-1,2	-1,2
<b>Kapitalfluss</b>						
Free Cash Flow (Mio. EUR)	-1,6	6,0	2,6	3,0	4,1	4,9
Capex / Umsatz (%)	0%	2%	7%	3%	3%	3%
Working Capital / Umsatz (%)	-12%	-12%	-9%	-5%	-5%	-5%
<b>Bewertung</b>						
EV/Umsatz	4,0	3,7	3,2	3,0	2,6	2,3
EV/EBITDA	59,9	23,1	12,4	18,7	12,4	10,4
EV/EBIT	79,0	32,2	14,9	25,0	15,0	12,3
EV/FCF	-	13,6	31,3	27,4	19,9	16,5
KGV	504,0	84,0	29,6	72,0	36,0	29,6
KBV	6,7	6,1	5,3	4,6	3,8	3,2
Dividendenrendite	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%

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

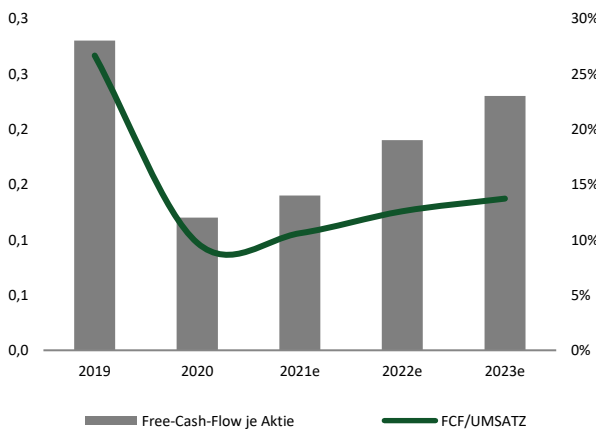
Umsatzentwicklung



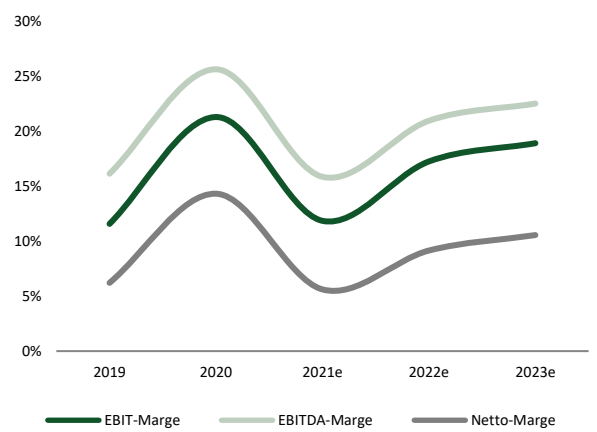
Ergebnisentwicklung



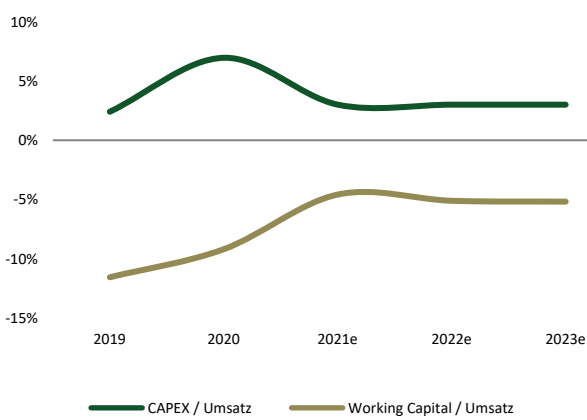
Free-Cash-Flow Entwicklung



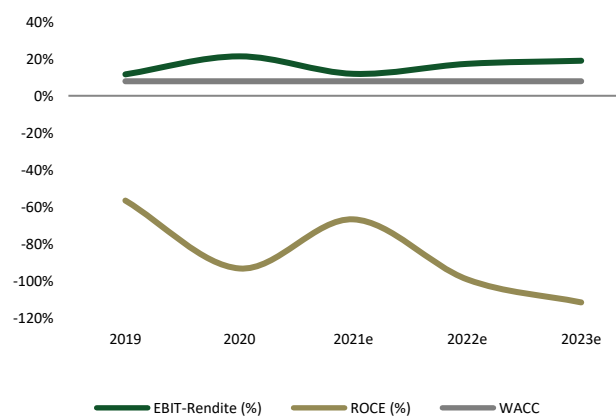
Margenentwicklung



Investitionen / Working Capital



EBIT-Rendite / ROCE





## Kurs- und Empfehlungs-Historie

Empfehlung	Datum	Kurs	Kursziel	Potenzial
Kaufen (Ersteinschätzung)	02.08.2010	1,68	2,65	+58%
...				
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%
Kaufen	16.07.2021	5,66	8,10	+43%
Kaufen	24.08.2021	5,70	8,10	+42%
Kaufen	20.10.2021	5,94	8,10	+36%
Kaufen	25.11.2021	5,94	8,10	+36%
Kaufen	14.01.2021	5,04	7,30	+45%