

Empfehlung: **Kaufen**

Kursziel: **6,90 Euro** (zuvor: 7,30 Euro)

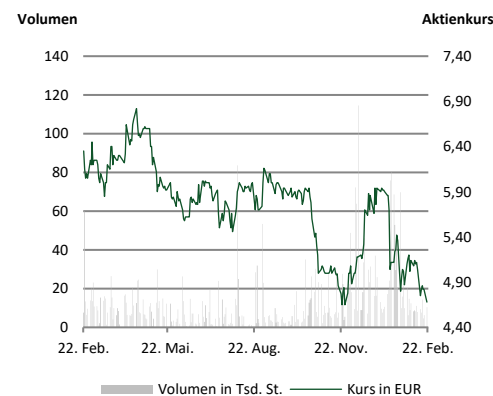
Kurspotenzial: **+50 Prozent**

Aktien Daten

KURS (Schlusskurs Vortag)	4,60 EURO (XETRA)
Aktienanzahl (in Mio.)	20,74
Marktkap. (in Mio. Euro)	95,4
Enterprise Value (in Mio. Euro)	72,0
Ticker	APM
ISIN	NL0000238145

Kursperformance

52 Wochen-Hoch (in Euro)	6,96
52 Wochen-Tief (in Euro)	4,39
3 M relativ zum CDAX	+3,2%
6 M relativ zum CDAX	-10,2%



Aktionärsstruktur

Streubesitz	47,5%
EMA B.V.	44,1%
Eigene Anteile	5,8%
Euro Serve Media GmbH	2,6%

Termine

GB 2021	29. März 2022
HV	17. Mai 2022

Prognoseanpassung

	2021e	2022e	2023e
Umsatz (alt)	27,4	31,3	34,8
Δ in %	0,8%	-0,5%	-0,5%
EBIT (alt)	3,2	5,4	6,6
Δ in %	-1,9%	-16,1%	-13,5%
EPS (alt)	0,07	0,14	0,17
Δ in %	-	-14,3%	-11,8%

Analyst

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

Publikation

Comment 23. Februar 2022

Feedback Montega CONNECT: Marktumfeld ist unverändert gut

Wir haben gestern mit dem CEO von ad pepper einen virtuellen Round Table durchgeführt und darin sowohl über die jüngst publizierten vorläufigen Zahlen für FY 2021 als auch die aktuellen Entwicklungen im Werbemarkt gesprochen.

Die Ende vergangener Woche veröffentlichten vorläufigen Zahlen haben weitestgehend den Mitte Januar per Ad-hoc-Meldung kommunizierten Eckwerten entsprochen. **Neu hingegen sind die Finanzkennzahlen auf Segmentebene.** Wie bereits qualitativ angedeutet fiel die Erlösentwicklung in Q4 sowohl bei ad pepper media (-11,9% yoy; 2021: -26,1% yoy) als auch bei Webgains (-7,3% yoy; 2021: +17,6% yoy) schwächer aus und konnte nicht vom geringen Wachstum bei ad agents (+1,9% yoy; 2021: +15,6% yoy) aufgefangen werden. Zurückzuführen ist der Rückgang bei ad pepper media auf den in Q4/21 letztmalig sichtbaren Verlust eines Großkunden im Vorjahr. Webgains hingegen gelang es aufgrund von im Vorjahresvergleich schwächeren Wachstumsraten im E-Commerce nicht, die starke Basis aus Q4/20 zu schlagen.

Das EBITDA ging in Q4/21 auf 0,8 Mio. Euro deutlich zurück (Vj.: 2,2 Mio. Euro). Hintergrund davon sind **erhöhte Investitionen in Personal** (Personalaufbau Webgains: +15% yoy; ad agents: +8% yoy), **neue Standorte** (Niederlande) sowie **Technologien** (iLocal, adCreator). Die liquiden Mittel sind durch das Aktienrückkaufprogramm leicht auf 23,8 Mio. Euro gesunken (31.12.2020: 25,3 Mio. Euro). Die EK-Quote liegt mit 43,3% auf einem unverändert sehr komfortablen Niveau.

Trotz dieses leichten Dämpfers im Jahresschlussquartal bewerten wir die operative Entwicklung von Webgains und ad agents mit Blick auf das **durchschnittliche jährliche Wachstum zwischen 2019 und 2021 (22,6% bzw. 17,2%) als sehr erfreulich.** Auf Gruppenebene zeigt sich ein sehr ähnliches Bild. Nach einem Erlösanstieg von 17,6% in 2020 wirkt das Wachstum i.H.v. 7,6% im abgeschlossenen Geschäftsjahr eher mäßig. Die CAGR 2019-21 beträgt jedoch mit rund 12,6% mehr als in den Jahren vor 2019 und auch mehr als von uns für die kommenden Jahre erwartet (CAGR 2021-24: 11,2%).

Für ein **weiterhin gutes Marktumfeld** sprechen auch die jüngst veröffentlichten Wachstumsprognosen von z.B. eMarketer oder Dentsu. Letztere rechnen in 2022 mit einer **Steigerung der weltweiten Werbeausgaben von 9,2%.** eMarketer geht von einem **globalen Wachstum im E-Commerce von 12,2%** in 2022 bzw. einer CAGR 2022-25 von 10,1% aus. Da ad pepper u.E. ein klarer Profiteur dieses strukturellen Wachstums ist, haben wir unsere Erlösprognosen weitestgehend unverändert gelassen. Aufgrund der erhöhten Investitionen reduzieren wir unsere Ergebniserwartungen jedoch, rechnen allerdings immer noch mit einer deutlich überproportionalen Profitabilitätsverbesserung.

Fazit: Da ad pepper auch in 2022 von steigenden (digitalen) Werbeausgaben sowie weiterem Wachstum im Onlinehandel profitieren dürfte, betrachten wir den Investment Case als unverändert intakt. Nach Anpassung unserer kurz- und mittelfristigen Ergebnisschätzungen ergibt sich ein neues Kursziel von 6,90 Euro. Wir bestätigen die Kaufempfehlung.

Geschäftsjahresende: 31.12.	2019	2020	2021e	2022e	2023e
Umsatz	21,8	25,6	27,6	31,2	34,6
Veränderung yoy	7,5%	17,6%	7,9%	12,8%	10,9%
EBITDA	3,5	6,6	4,4	5,7	6,9
EBIT	2,5	5,4	3,2	4,5	5,7
Jahresüberschuss	1,4	3,7	1,5	2,4	3,0
Bruttomarge	96,2%	96,4%	96,6%	96,9%	97,2%
EBITDA-Marge	16,1%	25,6%	15,8%	18,2%	20,0%
EBIT-Marge	11,6%	21,3%	11,5%	14,5%	16,4%
Net Debt	-25,2	-25,3	-26,5	-31,1	-36,4
Net Debt/EBITDA	-7,2	-3,9	-6,0	-5,5	-5,3
ROCE	-56,5%	-93,2%	-64,8%	-81,9%	-95,1%
EPS	0,06	0,17	0,07	0,12	0,15
FCF je Aktie	0,28	0,12	0,14	0,17	0,20
Dividende	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Dividendenrendite	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
EV/Umsatz	3,3	2,8	2,6	2,3	2,1
EV/EBITDA	20,5	11,0	16,5	12,7	10,4
EV/EBIT	28,6	13,2	22,6	15,9	12,7
KGV	76,7	27,1	65,7	38,3	30,7
KBV	5,6	4,8	4,8	3,9	3,3

Quelle: Unternehmen, Montega, CapitalIQ

Angaben in Mio. EUR, EPS in EUR Kurs: 4,60

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.

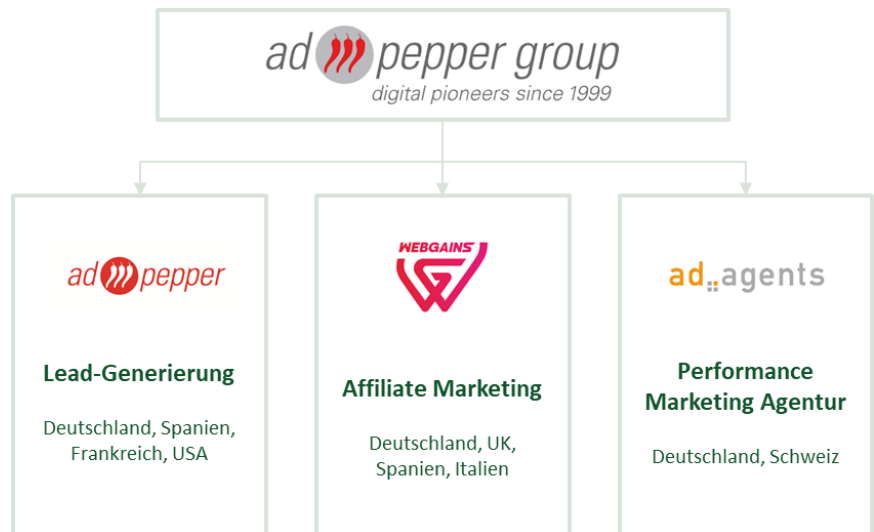
Bereits kurz nach der Gründung im Jahr 1999 begann ad pepper mit einer relativ hohen M&A-Aktivität, die verschiedenen Geschäftsbereiche auszubauen. Dabei beteiligte sich das Unternehmen immer wieder an Technologie-Unternehmen aus der digitalen Werbedienstleistungsbranche. In den Jahren ab 2008 veräußerte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

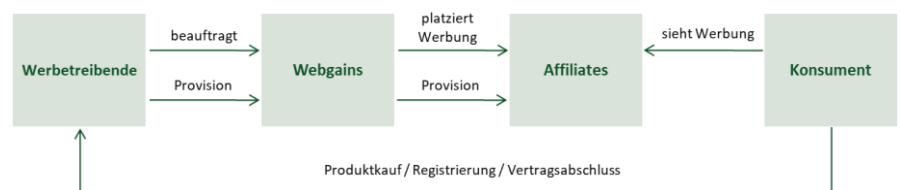
ad pepper media

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.

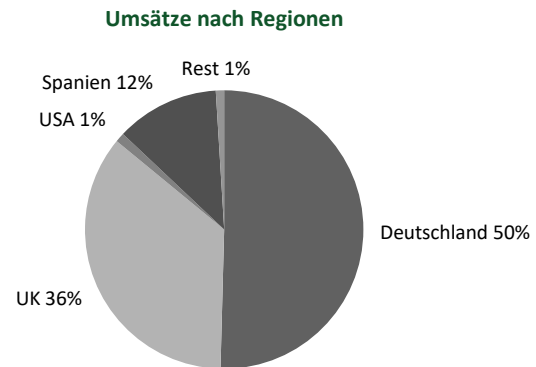
ad agents

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

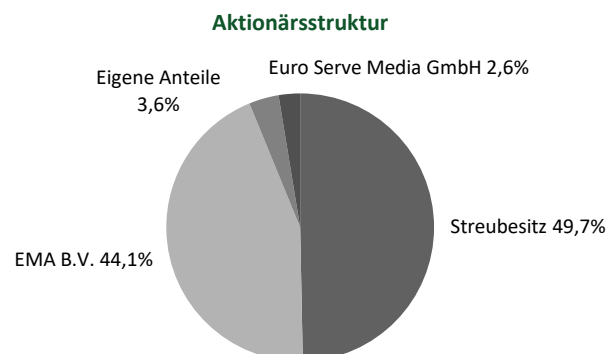
Das operative Geschäft wird derzeit alleinverantwortlich von CEO Dr. Jens Körner geleitet.



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

Angaben in Mio.Euro	2021e	2022e	2023e	2024e	2025e	2026e	2027e	Terminal Value
Umsatz	27,6	31,2	34,6	38,0	41,0	44,1	47,2	48,6
Veränderung	7,9%	12,8%	10,9%	9,8%	8,0%	7,5%	7,0%	3,0%
EBIT	3,2	4,5	5,7	6,8	8,0	9,7	11,3	11,2
EBIT-Marge	11,5%	14,5%	16,4%	17,9%	19,5%	22,0%	24,0%	23,0%
NOPAT	2,2	3,4	4,0	4,8	5,6	6,8	7,9	7,8
Abschreibungen	1,2	1,2	1,2	1,3	1,2	1,3	1,4	1,5
in % vom Umsatz	4,3%	3,7%	3,6%	3,4%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%
Liquiditätsveränderung								
- 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%
Übriges	-0,6	-0,6	-0,6	-0,6	-0,6	-0,6	-0,6	-0,6
Free Cash Flow (WACC-Modell)	2,5	3,2	3,8	4,5	5,2	6,4	7,5	7,5
WACC	7,8%	7,8%	7,8%	7,8%	7,8%	7,8%	7,8%	7,8%
Present Value	2,5	3,0	3,3	3,7	3,9	4,4	4,9	93,4
Kumuliert	2,5	5,5	8,8	12,5	16,4	20,8	25,7	119,1

Wertermittlung (Mio. Euro)

Total present value (Tpv)	119,1
Terminal Value	93,4
Anteil vom Tpv-Wert	78%
Verbindlichkeiten	1,2
Liquide Mittel	25,3
Eigenkapitalwert	143,3

Aktienzahl (Mio.)	20,74
Wert je Aktie (Euro)	6,91
+Upside / -Downside	50%
Aktienkurs (Euro)	4,60
Modellparameter	
Fremdkapitalquote	30,0%
Fremdkapitalzins	4,0%
Marktrendite	9,0%
risikofreie Rendite	2,50%

Beta	1,15
WACC	7,8%
ewiges Wachstum	3,0%

Quelle: Montega

Annahmen: Umsatzwachstumsraten und Margenerwartungen

Kurzfristiges Umsatzwachstum	2021-2024	11,2%
Mittelfristiges Umsatzwachstum	2021-2026	9,8%
Langfristiges Umsatzwachstum	ab 2028	3,0%
EBIT-Marge	2021-2024	15,1%
EBIT-Marge	2021-2026	17,0%
Langfristige EBIT-Marge	ab 2028	23,0%

Sensitivität Wert je Aktie (Euro)

WACC	ewiges Wachstum				
	2,25%	2,75%	3,00%	3,25%	3,75%
8,32%	5,86	6,17	6,34	6,54	6,99
8,07%	6,07	6,42	6,61	6,83	7,34
7,82%	6,30	6,69	6,91	7,16	7,74
7,57%	6,56	6,99	7,24	7,52	8,19
7,32%	6,84	7,33	7,61	7,93	8,70

Sensitivität Wert je Aktie (Euro)

WACC	EBIT-Marge ab 2028e				
	22,50%	22,75%	23,00%	23,25%	23,50%
8,32%	6,25	6,30	6,34	6,39	6,43
8,07%	6,52	6,57	6,61	6,66	6,71
7,82%	6,81	6,86	6,91	6,96	7,01
7,57%	7,13	7,19	7,24	7,30	7,35
7,32%	7,49	7,55	7,61	7,67	7,73

G&V (in Mio. Euro) ad pepper media Int. N.V.	2018	2019	2020	2021e	2022e	2023e
Umsatz	20,3	21,8	25,6	27,6	31,2	34,6
Herstellungskosten	0,7	0,8	0,9	0,9	1,0	1,0
Bruttoergebnis	19,5	21,0	24,7	26,7	30,2	33,6
Forschung und Entwicklung	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Vertriebskosten	12,6	12,2	13,4	16,2	18,7	20,7
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
EBITDA	1,4	3,5	6,6	4,4	5,7	6,9
Abschreibungen auf Sachanlagen	0,1	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2
EBITA	1,2	3,4	6,4	4,2	5,5	6,7
Amortisation immaterielle Vermögensgegenstände	0,2	0,8	0,9	1,0	1,0	1,0
Impairment Charges und Amortisation Goodwill	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
EBIT	1,0	2,5	5,4	3,2	4,5	5,7
Finanzergebnis	-0,2	-0,2	-0,1	-0,1	-0,2	-0,1
Ergebnis der gewöhnlichen Geschäftstätigkeit	0,8	2,3	5,3	3,1	4,4	5,5
Außerordentliches Ergebnis	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
EBT	0,8	2,3	5,3	3,1	4,4	5,5
EE-Steuern	0,3	0,4	1,0	0,9	1,1	1,7
Jahresüberschuss aus fortgef. Geschäftstätigkeit	0,5	1,9	4,3	2,2	3,2	3,9
Ergebnis aus nicht fortgeführter Geschäftstätigkeit (netto)	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Jahresüberschuss vor Anteilen Dritter	0,5	1,9	4,3	2,2	3,2	3,9
Anteile Dritter	0,3	0,6	0,7	0,7	0,8	0,8
Jahresüberschuss	0,2	1,4	3,7	1,5	2,4	3,0

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

G&V (in % vom Umsatz) ad pepper media Int. N.V.	2018	2019	2020	2021e	2022e	2023e
Umsatz	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%
Herstellungskosten	3,6%	3,8%	3,6%	3,4%	3,1%	2,8%
Bruttoergebnis	96,4%	96,2%	96,4%	96,6%	96,9%	97,2%
Forschung und Entwicklung	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
Vertriebskosten	62,26%	56,11%	52,36%	58,65%	59,81%	59,71%
Verwaltungskosten	29,23%	31,45%	27,75%	26,22%	23,71%	21,80%
Sonstige betriebliche Aufwendungen	2,30%	1,44%	0,91%	2,89%	1,73%	1,36%
Sonstige betriebliche Erträge	2,44%	4,33%	5,91%	2,71%	2,89%	2,14%
EBITDA	6,7%	16,1%	25,6%	15,8%	18,2%	20,0%
Abschreibungen auf Sachanlagen	0,7%	0,7%	0,8%	0,7%	0,6%	0,6%
EBITA	6,0%	15,4%	24,8%	15,1%	17,6%	19,4%
Amortisation immaterielle Vermögensgegenstände	0,9%	3,8%	3,5%	3,6%	3,1%	3,0%
Impairment Charges und Amortisation Goodwill	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
EBIT	5,1%	11,6%	21,3%	11,5%	14,5%	16,4%
Finanzergebnis	-0,9%	-1,0%	-0,5%	-0,4%	-0,5%	-0,4%
Ergebnis der gewöhnlichen Geschäftstätigkeit	4,1%	10,6%	20,8%	11,1%	14,0%	16,0%
Außerordentliches Ergebnis	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
EBT	4,1%	10,6%	20,8%	11,1%	14,0%	16,0%
EE-Steuern	1,5%	1,8%	3,9%	3,3%	3,6%	4,8%
Jahresüberschuss aus fortgef. Geschäftstätigkeit	2,6%	8,8%	16,9%	7,8%	10,4%	11,2%
Ergebnis aus nicht fortgeführter Geschäftstätigkeit (netto)	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Jahresüberschuss vor Anteilen Dritter	2,6%	8,8%	16,9%	7,8%	10,4%	11,2%
Anteile Dritter	1,4%	2,6%	2,6%	2,4%	2,5%	2,4%
Jahresüberschuss	1,2%	6,2%	14,3%	5,4%	7,8%	8,8%

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

Bilanz (in Mio. Euro) ad pepper media Int. N.V.	2018	2019	2020	2021e	2022e	2023e
AKTIVA						
Immaterielle Vermögensgegenstände	0,2	2,5	2,3	1,9	1,5	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
Anlagevermögen	3,3	3,3	3,1	2,8	2,5	2,3
Vorräte	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Forderungen aus Lieferungen und Leistungen	17,6	14,9	19,7	19,7	21,4	22,7
Liquide Mittel	18,2	25,2	25,3	26,5	31,1	36,4
Sonstige Vermögensgegenstände	0,5	0,6	0,7	0,7	0,7	0,7
Umlaufvermögen	36,3	40,7	45,7	46,8	53,2	59,8
Bilanzsumme	39,6	44,1	48,8	49,6	55,7	62,1
PASSIVA						
Eigenkapital	15,7	17,1	19,7	20,0	24,2	29,1
Anteile Dritter	0,9	0,9	1,2	1,2	1,2	1,2
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	21,2	23,1	24,6
Sonstige Verbindlichkeiten	4,1	7,4	7,3	7,3	7,3	7,3
Verbindlichkeiten	23,1	26,0	28,0	28,5	30,4	31,9
Bilanzsumme	39,6	44,1	48,8	49,6	55,7	62,1

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

Bilanz (in % der Bilanzsumme) ad pepper media Int. N.V.	2018	2019	2020	2021e	2022e	2023e
AKTIVA						
Immaterielle Vermögensgegenstände	0,6%	5,6%	4,7%	3,8%	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%
Anlagevermögen	8,2%	7,5%	6,4%	5,5%	4,5%	3,7%
Vorräte	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Forderungen aus Lieferungen und Leistungen	44,5%	33,8%	40,4%	39,7%	38,4%	36,6%
Liquide Mittel	46,0%	57,2%	51,9%	53,3%	55,9%	58,6%
Sonstige Vermögensgegenstände	1,2%	1,4%	1,4%	1,3%	1,2%	1,1%
Umlaufvermögen	91,8%	92,4%	93,7%	94,4%	95,5%	96,3%
Bilanzsumme	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%
PASSIVA						
Eigenkapital	39,5%	38,8%	40,3%	40,3%	43,5%	46,8%
Anteile Dritter	2,2%	2,1%	2,4%	2,3%	2,1%	1,9%
Rückstellungen	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Zinstragende Verbindlichkeiten	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Verbindl. aus Lieferungen und Leistungen	47,9%	42,2%	42,5%	42,7%	41,5%	39,6%
Sonstige Verbindlichkeiten	10,4%	16,8%	14,9%	14,6%	13,0%	11,7%
Verbindlichkeiten	58,3%	59,0%	57,4%	57,4%	54,5%	51,3%
Bilanzsumme	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%

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

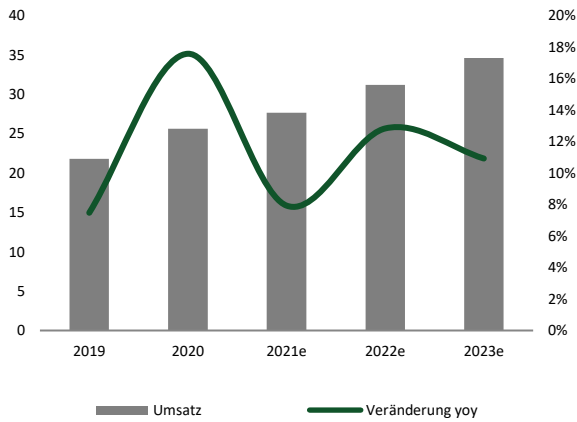
Kapitalflussrechnung (in Mio. Euro) ad pepper media Int. N.V.	2018	2019	2020	2021e	2022e	2023e
Jahresüberschuss/ -fehlbetrag	0,5	1,9	4,3	2,2	3,2	3,9
Abschreibung Anlagevermögen	0,1	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2
Amortisation immaterielle Vermögensgegenstände	0,2	0,8	0,9	1,0	1,0	1,0
Veränderung langfristige Rückstellungen	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
Cash Flow	1,1	2,1	4,9	3,3	4,4	5,1
Veränderung Working Capital	-2,6	4,3	-1,6	0,5	0,2	0,2
Cash Flow aus operativer Tätigkeit	-1,5	6,5	3,4	3,8	4,6	5,3
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
Cash Flow aus Investitionstätigkeit	-0,1	1,6	-1,8	-0,8	-0,9	-1,0
Dividendenzahlung	-0,2	-0,5	-0,5	-0,5	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	-2,4	0,0	0,0
Cash Flow aus Finanzierungstätigkeit	-0,3	-1,2	-2,3	-2,9	0,0	0,0
Effekte aus Wechselkursänderungen	0,0	0,1	-0,2	0,0	0,0	0,0
Veränderung liquide Mittel	-1,9	6,9	-0,7	0,1	3,6	4,3
Endbestand liquide Mittel	18,2	25,2	24,3	25,4	30,1	35,4

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

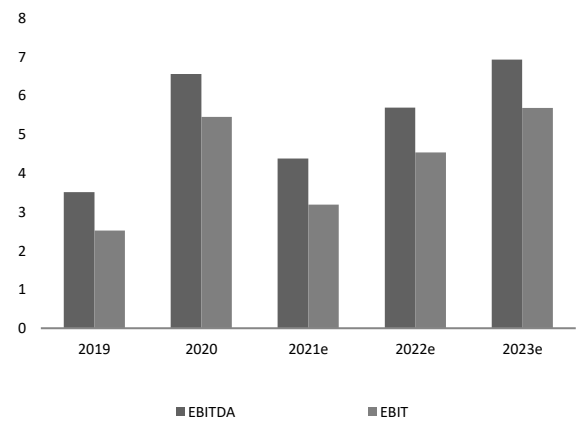
Kennzahlen ad pepper media Int. N.V.	2018	2019	2020	2021e	2022e	2023e
Ertragsmargen						
Bruttomarge (%)	96,4%	96,2%	96,4%	96,6%	96,9%	97,2%
EBITDA-Marge (%)	6,7%	16,1%	25,6%	15,8%	18,2%	20,0%
EBIT-Marge (%)	5,1%	11,6%	21,3%	11,5%	14,5%	16,4%
EBT-Marge (%)	4,1%	10,6%	20,8%	11,1%	14,0%	16,0%
Netto-Umsatzrendite (%)	2,6%	8,8%	16,9%	7,8%	10,4%	11,2%
Kapitalverzinsung						
ROCE (%)	-38,5%	-56,5%	-93,2%	-64,8%	-81,9%	-95,1%
ROE (%)	1,5%	8,2%	20,3%	7,1%	11,5%	12,0%
ROA (%)	0,6%	3,1%	7,5%	3,0%	4,4%	4,9%
Solvenz						
Net Debt zum Jahresende (Mio. Euro)	-18,2	-25,2	-25,3	-26,5	-31,1	-36,4
Net Debt / EBITDA	-13,5	-7,2	-3,9	-6,0	-5,5	-5,3
Net Gearing (Net Debt/EK)	-1,1	-1,4	-1,2	-1,3	-1,2	-1,2
Kapitalfluss						
Free Cash Flow (Mio. EUR)	-1,6	6,0	2,6	3,0	3,6	4,3
Capex / Umsatz (%)	0%	2%	7%	3%	3%	3%
Working Capital / Umsatz (%)	-12%	-12%	-9%	-5%	-5%	-5%
Bewertung						
EV/Umsatz	3,6	3,3	2,8	2,6	2,3	2,1
EV/EBITDA	53,2	20,5	11,0	16,5	12,7	10,4
EV/EBIT	70,1	28,6	13,2	22,6	15,9	12,7
EV/FCF	-	12,1	27,7	24,0	19,7	16,8
KGV	460,0	76,7	27,1	65,7	38,3	30,7
KBV	6,1	5,6	4,8	4,8	3,9	3,3
Dividendenrendite	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%

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

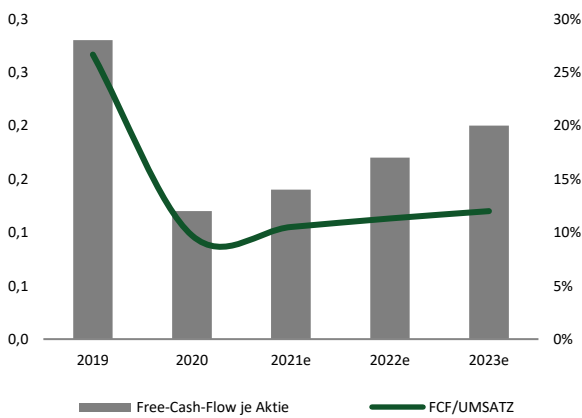
Umsatzentwicklung



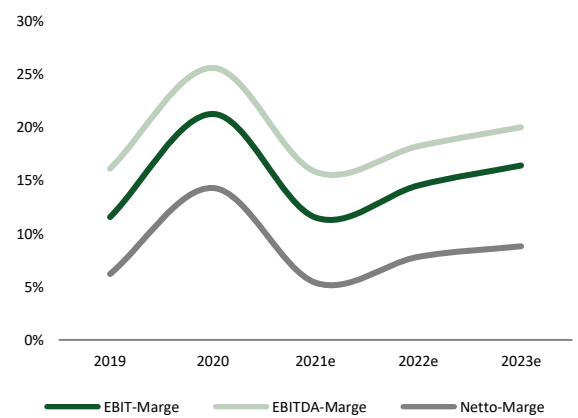
Ergebnisentwicklung



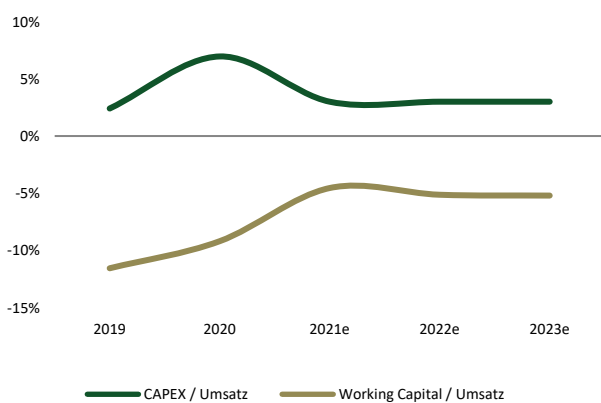
Free-Cash-Flow Entwicklung



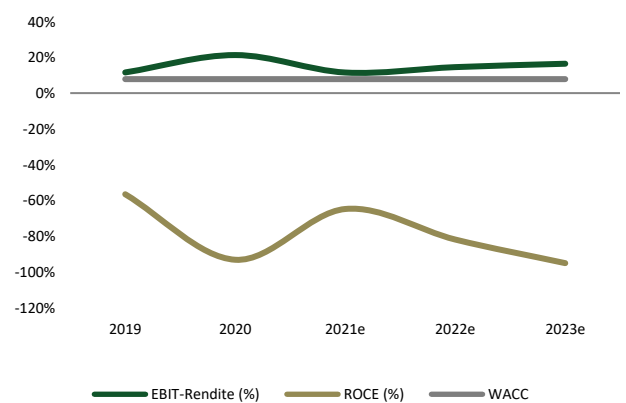
Margenentwicklung



Investitionen / Working Capital



EBIT-Rendite / ROCE



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	14.01.2022	5,04	7,30	+45%
Kaufen	23.02.2022	4,60	6,90	+50%