

**Empfehlung:** Kaufen

**Kursziel:** 6,90 Euro

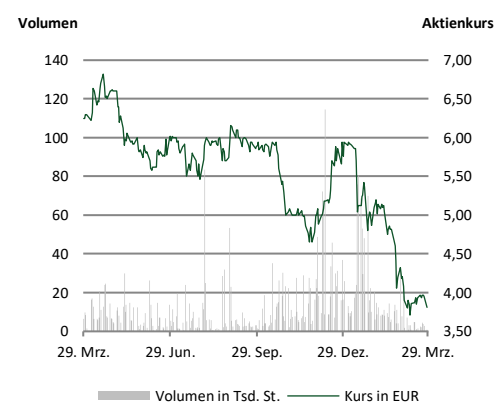
**Kurspotenzial:** +82 Prozent

**Aktien Daten**

Kurs (Schlusskurs Vortag)	3,80 Euro (XETRA)
Aktienanzahl (in Mio.)	20,26
Marktkap. (in Mio. Euro)	77,0
Enterprise Value (in Mio. Euro)	55,1
Ticker	APM
ISIN	NL0000238145

**Kursperformance**

52 Wochen-Hoch (in Euro)	6,96
52 Wochen-Tief (in Euro)	3,60
3 M relativ zum CDAX	-28,0%
6 M relativ zum CDAX	-29,9%


**Aktionärsstruktur**

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

**Termine**

HV	17. Mai 2022
Q1 Bericht	25. Mai 2022

**Prognoseanpassung**

	2022e	2023e	2024e
Umsatz (alt)	31,2	34,6	38,0
Δ in %	-	-	-
EBIT (alt)	4,5	5,7	6,8
Δ in %	-	-	-
EPS (alt)	0,12	0,15	0,18
Δ in %	-	-	-

**Analyst**

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

**Publikation**

Comment 30. März 2022

**„Solid growth“ für FY 2022 in Aussicht gestellt**

ad pepper hat gestern den Geschäftsbericht 2021 veröffentlicht und damit alle vorab kommunizierten vorläufigen Eckwerte weitestgehend bestätigt. Die nachfolgende Tabelle fasst die relevanten Kennzahlen zusammen. Zudem verweisen wir auf unsere Erläuterungen in den Comments vom 14.01. und 23.03.2022.

	FY 2021	FY 2020	FY 2019	CAGR 2019-2021
Bruttoumsatz	111,5	101,3	83,8	15,4%
Nettoumsatz	27,6	25,6	21,8	12,6%
EBITDA	4,4	6,6	3,5	11,7%
EBITDA-Marge	15,8%	25,6%	16,1%	-
EBIT	3,2	5,4	2,5	12,6%
EBIT-Marge	11,6%	21,3%	11,6%	-
Nettoergebnis	1,7	3,7	1,4	13,0%

Quelle: Unternehmen Angaben in Mio. Euro

**Qualitative Guidance für 2022:** Für das laufende Geschäftsjahr ist das Unternehmen optimistisch, ein „solides“ Wachstum zu erreichen. Zurückzuführen ist dies auf die nach Unternehmensangaben anhaltende digitale Transformation, die zu einer weiteren Verschiebung von Werbebudgets in Online-Kanäle führen wird. Im Geschäftsbericht werden in diesem Zusammenhang zwei Analysen des Marktforschungsunternehmens eMarketer genannt. Diese stellen für 2022 einerseits ein Wachstum der weltweiten Werbeausgaben i.H.v. 11,0% yoy in Aussicht, wofür neben digitalem Marketing auch analoge Formate wie Zeitungen, Magazine, Radio, TV und Out-of-Home subsummiert sind.

Eine weitere Analyse, die ausschließlich digitale Kanäle umfasst, geht in 2022 sogar von einem Wachstum von 16,2% yoy aus. Da ad pepper mit seinen Tochtergesellschaften ausschließlich als Online-Vermarkter mit Fokus auf Performance Marketing aktiv ist, dürfte das Unternehmen zu den wachstumsstärkeren der Werbebranche gehören. Den von uns avisierten Erlösanstieg i.H.v. 12,8% yoy halten wir somit für gut erreichbar und lassen unsere Prognosen daher unverändert. Das größte Risiko für die Guidance und unsere Prognosen besteht derzeit in einer sich spürbar verschlechternden Verbraucherstimmung infolge des Kriegs in der Ukraine.

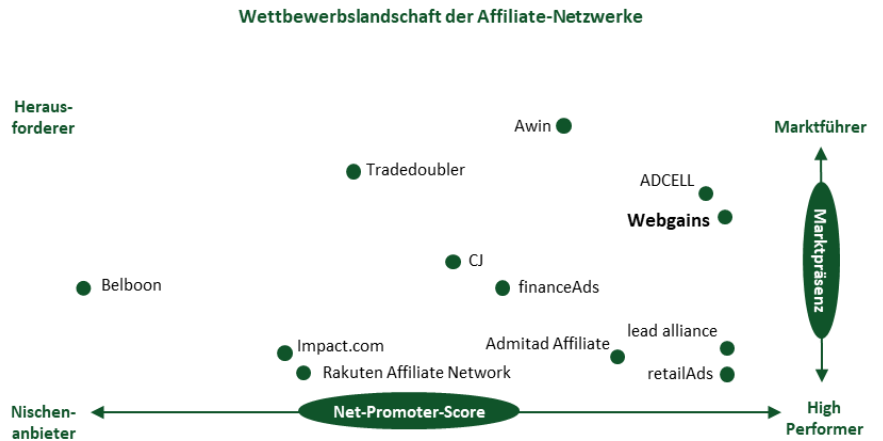
**Gute Marktposition von Webgains bestätigt:** Maßgeblich für das Wachstum der Gruppe ist die Entwicklung des größten Segments Webgains (2021: 56,2% v. Umsatz). Die u.E. hohe Unternehmensqualität und starke Marktposition des Affiliate-Netzwerks wurde zuletzt z.B. im OMR Reviews „Affiliate Netzwerke“ bestätigt.

[Weiter auf der nächsten Seite →](#)

Geschäftsjahresende: 31.12.	2020	2021	2022e	2023e	2024e
Umsatz	25,6	27,6	31,2	34,6	38,0
Veränderung yoy	17,6%	7,9%	12,8%	10,9%	9,8%
EBITDA	6,6	4,4	5,7	6,9	8,1
EBIT	5,4	3,2	4,5	5,7	6,8
Jahresüberschuss	3,7	1,7	2,4	3,0	3,8
Bruttomarge	96,4%	96,2%	96,9%	97,2%	97,4%
EBITDA-Marge	25,6%	15,8%	18,3%	20,1%	21,3%
EBIT-Marge	21,3%	11,6%	14,6%	16,5%	17,9%
Net Debt	-25,3	-23,8	-28,1	-32,4	-37,5
Net Debt/EBITDA	-3,9	-5,4	-4,9	-4,7	-4,6
ROCE	-93,2%	-78,1%	-108,8%	-116,3%	-129,4%
EPS	0,17	0,08	0,12	0,15	0,18
FCF je Aktie	0,12	0,09	0,20	0,21	0,25
Dividende	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Dividendenrendite	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
EV/Umsatz	2,2	2,0	1,8	1,6	1,5
EV/EBITDA	8,4	12,6	9,7	7,9	6,8
EV/EBIT	10,1	17,3	12,1	9,7	8,1
KGV	22,4	47,5	31,7	25,3	21,1
KBV	3,9	4,1	3,5	3,0	2,5

Quelle: Unternehmen, Montega, CapitalIQ Angaben in Mio. EUR, EPS in EUR Kurs: 3,80

Webgains wurde dort in Q4/21 als einer der Marktführer ausgezeichnet. Darüber hinaus veröffentlichte OMR eine Übersicht der Wettbewerbslandschaft im Affiliate-Marketing. Die von uns angenommene starke Marktposition von Webgains wird darin eindrucksvoll bestätigt:



Quelle: OMR Reviews

**Fazit:** ad pepper ist u.E. gut positioniert, um im laufenden Geschäftsjahr wieder etwas stärker zu wachsen als in 2021. Mit einem Cash-adjustiertem KGV 2023e i.H.v. 17,8x bzw. EV/EBITDA von 8,1x ist die Aktie zudem attraktiv bewertet. Wir bestätigen daher unsere Kaufempfehlung mit unverändertem Kursziel von 6,90 Euro.

## 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.

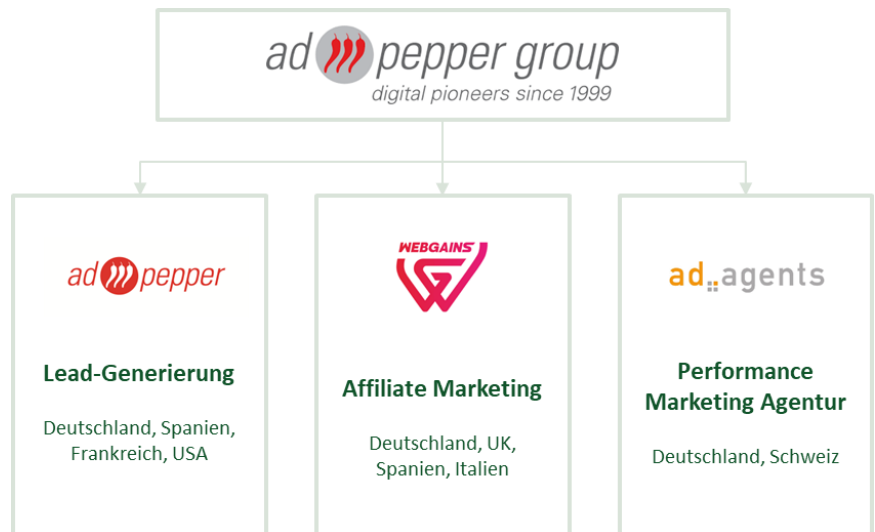
Bereits kurz nach der Gründung im Jahr 1999 begann ad pepper mit einer relativ hohen M&A-Aktivität, die verschiedenen Geschäftsbereiche auszubauen. Dabei beteiligte sich das Unternehmen immer wieder an Technologie-Unternehmen aus der digitalen Werbedienstleistungsbranche. In den Jahren ab 2008 veräußerte 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
- 2020/21** Aufbau neuer Standorte in z.B. den Niederlanden und Ita

### 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

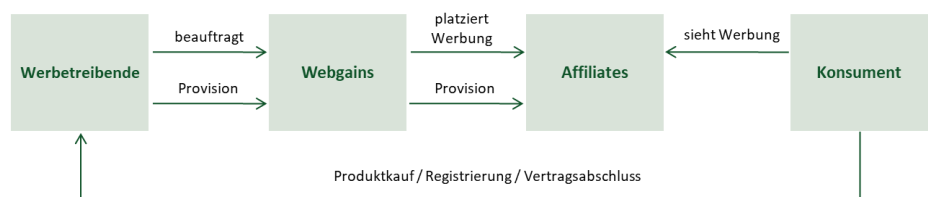
#### ad pepper media

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 2021 erzielte ad pepper media Bruttoumsätze von 8,0 Mio. Euro bzw. Nettoerlöse i.H.v. 3,9 Mio. Euro, was einem Anteil von rund 14% 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 56% zum umsatzstärksten Segment der ad pepper-Gruppe entwickelt. Im Geschäftsjahr 2021 erzielte Webgains Bruttoerlöse i.H.v. 77,7 Mio. Euro bzw. einen Nettoumsatz von 15,5 Mio. Euro.

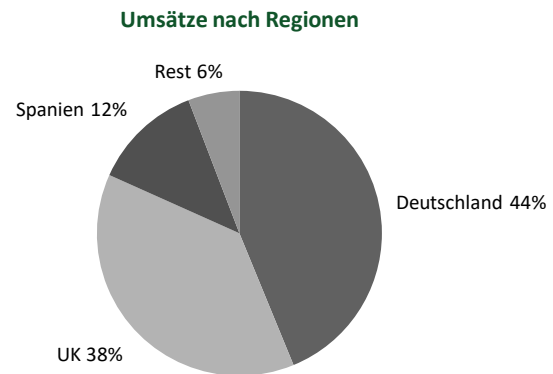
## ad agents

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 Produkthanbietern 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 30% das zweitgrößte Segment und erreichte im abgelaufenen Geschäftsjahr einen Bruttoumsatz von 25,9 Mio. Euro bzw. Nettoerlöse i.H.v. 8,2 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 2021 konnten Umsatzzuwächse in fast allen vorgenannten Regionen erzielt werden.



Quelle: Unternehmen

### Management

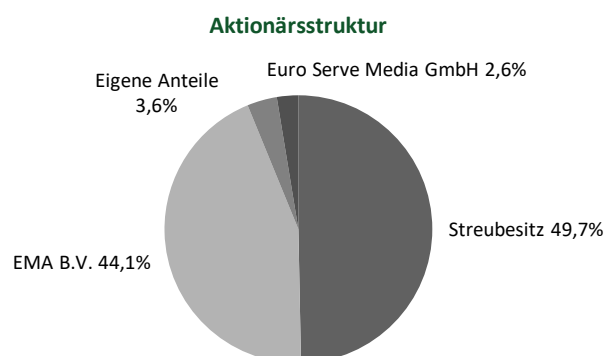
Das operative Geschäft wird derzeit alleinverantwortlich von CEO Dr. Jens Körner geleitet.



**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.). 47,5% der Aktien befinden sich im Streubesitz. 5,8% 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	2022e	2023e	2024e	2025e	2026e	2027e	2028e	Terminal Value	
<b>Umsatz</b>	<b>31,2</b>	<b>34,6</b>	<b>38,0</b>	<b>41,0</b>	<b>44,1</b>	<b>47,2</b>	<b>50,0</b>	<b>51,5</b>	
Veränderung	12,8%	10,9%	9,8%	8,1%	7,5%	7,0%	6,0%	3,0%	
<b>EBIT</b>	<b>4,5</b>	<b>5,7</b>	<b>6,8</b>	<b>8,1</b>	<b>9,7</b>	<b>11,3</b>	<b>12,0</b>	<b>11,9</b>	
EBIT-Marge	14,6%	16,5%	17,9%	19,7%	22,0%	24,0%	24,0%	23,0%	
<b>NOPAT</b>	<b>3,4</b>	<b>4,0</b>	<b>4,8</b>	<b>5,7</b>	<b>6,8</b>	<b>7,9</b>	<b>8,4</b>	<b>8,3</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	3,7%	3,6%	3,4%	3,1%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	
<b>Liquiditätsveränderung</b>									
- Working Capital	0,8	0,2	0,2	0,1	0,2	0,2	0,2	0,0	
- 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>3,8</b>	<b>3,8</b>	<b>4,5</b>	<b>5,2</b>	<b>6,4</b>	<b>7,5</b>	<b>8,0</b>	<b>7,7</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	3,6	3,3	3,7	3,9	4,5	4,9	4,8	88,8	
<b>Kumuliert</b>	<b>3,6</b>	<b>6,9</b>	<b>10,5</b>	<b>14,5</b>	<b>19,0</b>	<b>23,8</b>	<b>28,6</b>	<b>117,4</b>	
<b>Wertermittlung (Mio. Euro)</b>									
Total present value (Tpv)	117,4								
Terminal Value	88,8								
Anteil vom Tpv-Wert	76%								
Verbindlichkeiten	1,4								
Liquide Mittel	23,8								
<b>Eigenkapitalwert</b>	<b>139,8</b>								
<b>Annahmen: Umsatzwachstumsraten und Margenerwartungen</b>									
Kurzfristiges Umsatzwachstum							2022-2025	9,6%	
Mittelfristiges Umsatzwachstum							2022-2027	8,6%	
Langfristiges Umsatzwachstum							ab 2029	3,0%	
EBIT-Marge							2022-2025	17,2%	
EBIT-Marge							2022-2027	19,1%	
Langfristige EBIT-Marge							ab 2029	23,0%	
<b>Sensitivität Wert je Aktie (Euro)</b>									
ewiges Wachstum									
WACC		2,25%	2,75%	<b>3,00%</b>	3,25%	3,75%			
8,32%		5,85	6,15	6,32	6,51	6,95			
8,07%		6,07	6,40	6,60	6,81	7,31			
<b>7,82%</b>		6,31	6,68	<b>6,90</b>	7,14	7,71			
7,57%		6,57	6,99	7,24	7,51	8,16			
7,32%		6,86	7,33	7,61	7,92	8,68			
<b>Sensitivität Wert je Aktie (Euro)</b>									
EBIT-Marge ab 2029e									
WACC		22,50%	22,75%	<b>23,00%</b>	23,25%	23,50%			
8,32%		6,23	6,28	6,32	6,37	6,41			
8,07%		6,50	6,55	6,60	6,64	6,69			
<b>7,82%</b>		6,80	6,85	<b>6,90</b>	6,95	7,00			
7,57%		7,12	7,18	7,24	7,29	7,35			
7,32%		7,49	7,55	7,61	7,67	7,73			
Quelle: Montega									

G&V (in Mio. Euro) ad pepper media Int. N.V.	2019	2020	2021	2022e	2023e	2024e
<b>Umsatz</b>	<b>21,8</b>	<b>25,6</b>	<b>27,6</b>	<b>31,2</b>	<b>34,6</b>	<b>38,0</b>
Herstellungskosten	0,8	0,9	1,1	1,0	1,0	1,0
<b>Bruttoergebnis</b>	<b>21,0</b>	<b>24,7</b>	<b>26,6</b>	<b>30,2</b>	<b>33,6</b>	<b>37,0</b>
Forschung und Entwicklung	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Vertriebskosten	12,2	13,4	15,7	17,9	20,2	22,2
Verwaltungskosten	6,9	7,1	7,7	7,9	8,0	8,2
Sonstige betriebliche Aufwendungen	0,3	0,2	0,5	0,5	0,5	0,5
Sonstige betriebliche Erträge	0,9	1,5	0,5	0,6	0,7	0,7
<b>EBITDA</b>	<b>3,5</b>	<b>6,6</b>	<b>4,4</b>	<b>5,7</b>	<b>6,9</b>	<b>8,1</b>
Abschreibungen auf Sachanlagen	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2
<b>EBITA</b>	<b>3,4</b>	<b>6,4</b>	<b>4,2</b>	<b>5,5</b>	<b>6,7</b>	<b>7,9</b>
Amortisation immaterielle Vermögensgegenstände	0,8	0,9	1,0	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>2,5</b>	<b>5,4</b>	<b>3,2</b>	<b>4,5</b>	<b>5,7</b>	<b>6,8</b>
Finanzergebnis	-0,2	-0,1	0,0	-0,2	-0,2	0,0
<b>Ergebnis der gewöhnlichen Geschäftstätigkeit</b>	<b>2,3</b>	<b>5,3</b>	<b>3,2</b>	<b>4,4</b>	<b>5,5</b>	<b>6,8</b>
Außerordentliches Ergebnis	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>EBT</b>	<b>2,3</b>	<b>5,3</b>	<b>3,2</b>	<b>4,4</b>	<b>5,5</b>	<b>6,8</b>
EE-Steuern	0,4	1,0	0,6	1,1	1,7	2,0
Jahresüberschuss aus fortgef. Geschäftstätigkeit	1,9	4,3	2,6	3,2	3,9	4,7
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>1,9</b>	<b>4,3</b>	<b>2,6</b>	<b>3,2</b>	<b>3,9</b>	<b>4,7</b>
Anteile Dritter	0,6	0,7	0,8	0,8	0,8	0,9
<b>Jahresüberschuss</b>	<b>1,4</b>	<b>3,7</b>	<b>1,7</b>	<b>2,4</b>	<b>3,0</b>	<b>3,8</b>

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

G&V (in % vom Umsatz) ad pepper media Int. N.V.	2019	2020	2021	2022e	2023e	2024e
<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	3,8%	3,6%	3,8%	3,1%	2,8%	2,6%
<b>Bruttoergebnis</b>	<b>96,2%</b>	<b>96,4%</b>	<b>96,2%</b>	<b>96,9%</b>	<b>97,2%</b>	<b>97,4%</b>
Forschung und Entwicklung	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
Vertriebskosten	56,11%	52,36%	56,93%	57,31%	58,27%	58,43%
Verwaltungskosten	31,45%	27,75%	27,88%	25,20%	23,18%	21,54%
Sonstige betriebliche Aufwendungen	1,44%	0,91%	1,73%	1,73%	1,36%	1,18%
Sonstige betriebliche Erträge	4,33%	5,91%	1,92%	1,92%	2,14%	1,71%
<b>EBITDA</b>	<b>16,1%</b>	<b>25,6%</b>	<b>15,8%</b>	<b>18,3%</b>	<b>20,1%</b>	<b>21,3%</b>
Abschreibungen auf Sachanlagen	0,7%	0,8%	0,6%	0,6%	0,6%	0,6%
<b>EBITA</b>	<b>15,4%</b>	<b>24,8%</b>	<b>15,2%</b>	<b>17,7%</b>	<b>19,5%</b>	<b>20,8%</b>
Amortisation immaterielle Vermögensgegenstände	3,8%	3,5%	3,7%	3,1%	3,0%	2,9%
Impairment Charges und Amortisation Goodwill	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
<b>EBIT</b>	<b>11,6%</b>	<b>21,3%</b>	<b>11,6%</b>	<b>14,6%</b>	<b>16,5%</b>	<b>17,9%</b>
Finanzergebnis	-1,0%	-0,5%	-0,1%	-0,5%	-0,5%	-0,1%
<b>Ergebnis der gewöhnlichen Geschäftstätigkeit</b>	<b>10,6%</b>	<b>20,8%</b>	<b>11,4%</b>	<b>14,0%</b>	<b>16,0%</b>	<b>17,8%</b>
Außerordentliches Ergebnis	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
<b>EBT</b>	<b>10,6%</b>	<b>20,8%</b>	<b>11,4%</b>	<b>14,0%</b>	<b>16,0%</b>	<b>17,8%</b>
EE-Steuern	1,8%	3,9%	2,1%	3,7%	4,8%	5,3%
Jahresüberschuss aus fortgef. Geschäftstätigkeit	8,8%	16,9%	9,3%	10,4%	11,2%	12,5%
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>8,8%</b>	<b>16,9%</b>	<b>9,3%</b>	<b>10,4%</b>	<b>11,2%</b>	<b>12,5%</b>
Anteile Dritter	2,6%	2,6%	3,0%	2,5%	2,4%	2,4%
<b>Jahresüberschuss</b>	<b>6,2%</b>	<b>14,3%</b>	<b>6,2%</b>	<b>7,9%</b>	<b>8,8%</b>	<b>10,1%</b>

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



Bilanz (in Mio. Euro) ad pepper media Int. N.V.	2019	2020	2021	2022e	2023e	2024e
<b>AKTIVA</b>						
Immaterielle Vermögensgegenstände	2,5	2,3	1,8	1,5	1,1	0,8
Sachanlagen	0,4	0,4	0,3	0,5	0,6	0,8
Finanzanlagen	0,4	0,4	0,4	0,4	0,4	0,4
<b>Anlagevermögen</b>	<b>3,3</b>	<b>3,1</b>	<b>2,5</b>	<b>2,3</b>	<b>2,1</b>	<b>2,0</b>
Vorräte	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Forderungen aus Lieferungen und Leistungen	14,9	19,7	19,3	21,4	22,7	25,0
Liquide Mittel	25,2	25,3	23,8	28,1	32,4	37,5
Sonstige Vermögensgegenstände	0,6	0,7	0,7	0,7	0,7	0,7
<b>Umlaufvermögen</b>	<b>40,7</b>	<b>45,7</b>	<b>43,8</b>	<b>50,3</b>	<b>55,8</b>	<b>63,2</b>
<b>Bilanzsumme</b>	<b>44,1</b>	<b>48,8</b>	<b>46,4</b>	<b>52,6</b>	<b>57,9</b>	<b>65,2</b>
<b>PASSIVA</b>						
<b>Eigenkapital</b>	<b>17,1</b>	<b>19,7</b>	<b>18,7</b>	<b>22,0</b>	<b>25,9</b>	<b>30,7</b>
<b>Anteile Dritter</b>	<b>0,9</b>	<b>1,2</b>	<b>1,4</b>	<b>1,4</b>	<b>1,4</b>	<b>1,4</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	18,6	20,7	20,2	23,1	24,6	27,1
Sonstige Verbindlichkeiten	7,4	7,3	6,0	6,0	6,0	6,0
<b>Verbindlichkeiten</b>	<b>26,0</b>	<b>28,0</b>	<b>26,3</b>	<b>29,1</b>	<b>30,6</b>	<b>33,1</b>
<b>Bilanzsumme</b>	<b>44,1</b>	<b>48,8</b>	<b>46,4</b>	<b>52,6</b>	<b>57,9</b>	<b>65,2</b>

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

Bilanz (in % der Bilanzsumme) ad pepper media Int. N.V.	2019	2020	2021	2022e	2023e	2024e
<b>AKTIVA</b>						
Immaterielle Vermögensgegenstände	5,6%	4,7%	3,9%	2,8%	1,9%	1,2%
Sachanlagen	0,9%	0,8%	0,7%	0,9%	1,1%	1,2%
Finanzanlagen	1,0%	0,8%	0,8%	0,7%	0,7%	0,6%
<b>Anlagevermögen</b>	<b>7,5%</b>	<b>6,4%</b>	<b>5,5%</b>	<b>4,4%</b>	<b>3,7%</b>	<b>3,0%</b>
Vorräte	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Forderungen aus Lieferungen und Leistungen	33,8%	40,4%	41,6%	40,7%	39,2%	38,3%
Liquide Mittel	57,2%	51,9%	51,2%	53,5%	56,0%	57,5%
Sonstige Vermögensgegenstände	1,4%	1,4%	1,6%	1,4%	1,3%	1,1%
<b>Umlaufvermögen</b>	<b>92,4%</b>	<b>93,7%</b>	<b>94,4%</b>	<b>95,5%</b>	<b>96,4%</b>	<b>97,0%</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>38,8%</b>	<b>40,3%</b>	<b>40,2%</b>	<b>41,9%</b>	<b>44,7%</b>	<b>47,1%</b>
<b>Anteile Dritter</b>	<b>2,1%</b>	<b>2,4%</b>	<b>3,0%</b>	<b>2,7%</b>	<b>2,4%</b>	<b>2,2%</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	42,2%	42,5%	43,6%	43,9%	42,5%	41,6%
Sonstige Verbindlichkeiten	16,8%	14,9%	13,0%	11,4%	10,4%	9,2%
<b>Verbindlichkeiten</b>	<b>59,0%</b>	<b>57,4%</b>	<b>56,6%</b>	<b>55,4%</b>	<b>52,9%</b>	<b>50,8%</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>

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

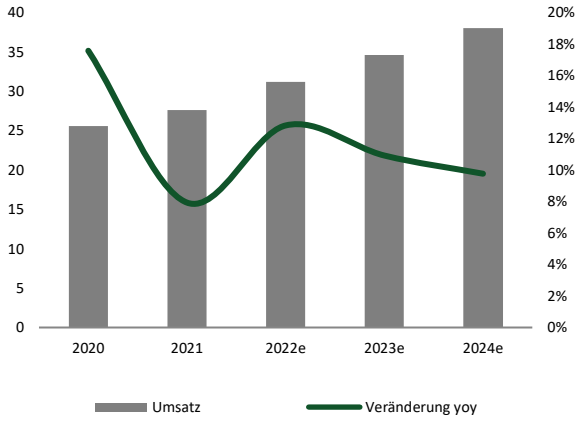
Kapitalflussrechnung (in Mio. Euro) ad pepper media Int. N.V.	2019	2020	2021	2022e	2023e	2024e
Jahresüberschuss/ -fehlbetrag	1,9	4,3	2,6	3,2	3,9	4,7
Abschreibung Anlagevermögen	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2
Amortisation immaterielle Vermögensgegenstände	0,8	0,9	1,0	1,0	1,0	1,1
Veränderung langfristige Rückstellungen	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Sonstige zahlungsunwirksame Erträge/Aufwendungen	-0,8	-0,5	-1,8	0,0	0,0	0,0
<b>Cash Flow</b>	<b>2,1</b>	<b>4,9</b>	<b>1,9</b>	<b>4,4</b>	<b>5,1</b>	<b>6,0</b>
Veränderung Working Capital	4,3	-1,6	0,3	0,8	0,2	0,2
<b>Cash Flow aus operativer Tätigkeit</b>	<b>6,5</b>	<b>3,4</b>	<b>2,3</b>	<b>5,2</b>	<b>5,3</b>	<b>6,2</b>
CAPEX	-0,5	-0,8	-0,3	-0,9	-1,0	-1,1
Sonstiges	2,2	-1,0	-1,9	0,0	0,0	0,0
<b>Cash Flow aus Investitionstätigkeit</b>	<b>1,6</b>	<b>-1,8</b>	<b>-2,2</b>	<b>-0,9</b>	<b>-1,0</b>	<b>-1,1</b>
Dividendenzahlung	-0,5	-0,5	-0,6	0,0	0,0	0,0
Veränderung Finanzverbindlichkeiten	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Sonstiges	-0,7	-1,7	-3,2	0,0	0,0	0,0
<b>Cash Flow aus Finanzierungstätigkeit</b>	<b>-1,2</b>	<b>-2,2</b>	<b>-3,8</b>	<b>0,0</b>	<b>0,0</b>	<b>0,0</b>
Effekte aus Wechselkursänderungen	0,1	-0,2	0,2	0,0	0,0	0,0
<b>Veränderung liquide Mittel</b>	<b>6,9</b>	<b>-0,6</b>	<b>-3,8</b>	<b>4,2</b>	<b>4,3</b>	<b>5,1</b>
<b>Endbestand liquide Mittel</b>	<b>25,2</b>	<b>24,4</b>	<b>20,8</b>	<b>25,1</b>	<b>29,3</b>	<b>34,4</b>

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

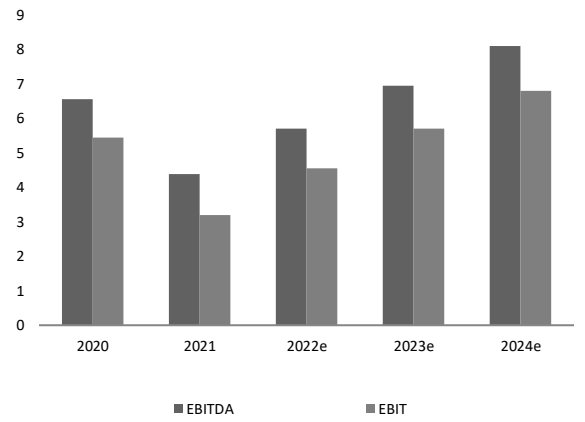
Kennzahlen ad pepper media Int. N.V.	2019	2020	2021	2022e	2023e	2024e
<b>Ertragsmargen</b>						
Bruttomarge (%)	96,2%	96,4%	96,2%	96,9%	97,2%	97,4%
EBITDA-Marge (%)	16,1%	25,6%	15,8%	18,3%	20,1%	21,3%
EBIT-Marge (%)	11,6%	21,3%	11,6%	14,6%	16,5%	17,9%
EBT-Marge (%)	10,6%	20,8%	11,4%	14,0%	16,0%	17,8%
Netto-Umsatzrendite (%)	8,8%	16,9%	9,3%	10,4%	11,2%	12,5%
<b>Kapitalverzinsung</b>						
ROCE (%)	-56,5%	-93,2%	-78,1%	-108,8%	-116,3%	-129,4%
ROE (%)	8,2%	20,3%	8,3%	12,2%	13,0%	14,0%
ROA (%)	3,1%	7,5%	3,7%	4,7%	5,3%	5,9%
<b>Solvenz</b>						
Net Debt zum Jahresende (Mio. Euro)	-25,2	-25,3	-23,8	-28,1	-32,4	-37,5
Net Debt / EBITDA	-7,2	-3,9	-5,4	-4,9	-4,7	-4,6
Net Gearing (Net Debt/EK)	-1,4	-1,2	-1,2	-1,2	-1,2	-1,2
<b>Kapitalfluss</b>						
Free Cash Flow (Mio. EUR)	6,0	2,6	2,0	4,2	4,3	5,1
Capex / Umsatz (%)	2%	7%	8%	3%	3%	3%
Working Capital / Umsatz (%)	-12%	-9%	-4%	-4%	-5%	-5%
<b>Bewertung</b>						
EV/Umsatz	2,5	2,2	2,0	1,8	1,6	1,5
EV/EBITDA	15,7	8,4	12,6	9,7	7,9	6,8
EV/EBIT	21,9	10,1	17,3	12,1	9,7	8,1
EV/FCF	9,3	21,2	28,2	13,0	12,9	10,9
KGV	63,3	22,4	47,5	31,7	25,3	21,1
KBV	4,5	3,9	4,1	3,5	3,0	2,5
Dividendenrendite	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%

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

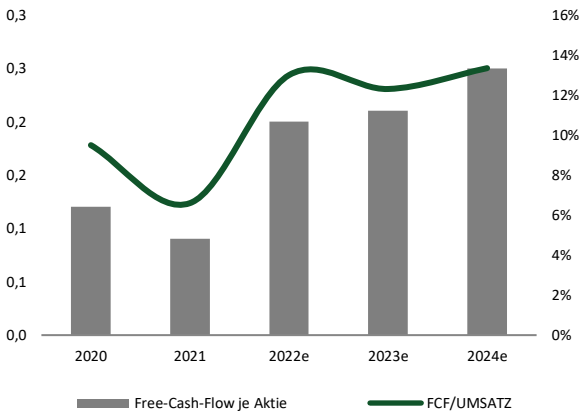
Umsatzentwicklung



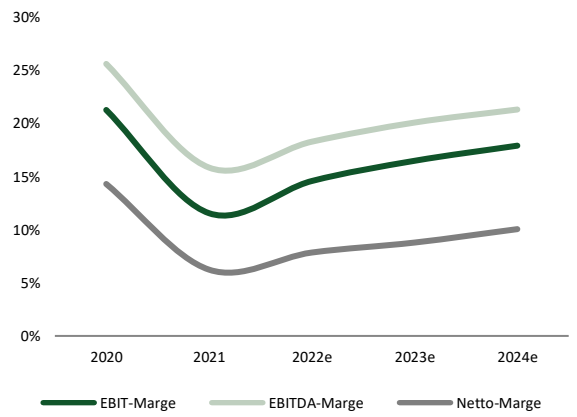
Ergebnisentwicklung



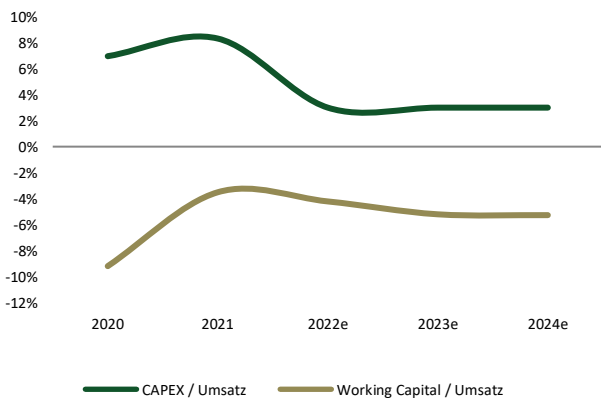
Free-Cash-Flow Entwicklung



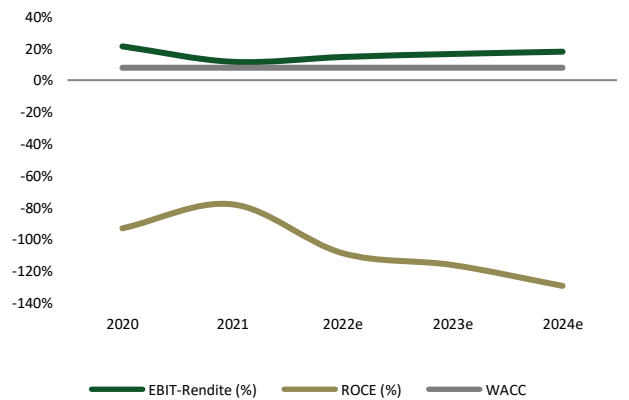
Margenentwicklung



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: 30.03.2022):** 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: 30.03.2022):** 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	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%
Kaufen	30.03.2022	3,80	6,90	+82%