# AD PEPPER MEDIA INT. N.V.

montega

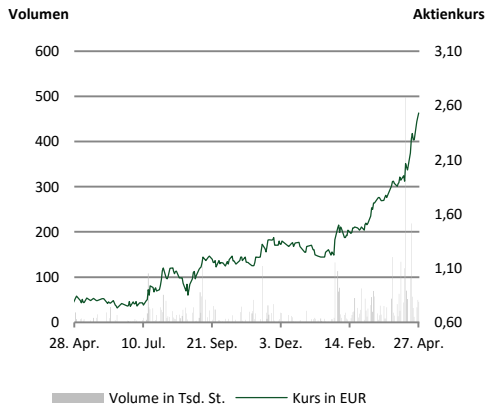
| | |
|---|---|
| **Empfehlung:** | **Kaufen** |
| **Kursziel:** | **3,20 Euro** |
| **Kurspotenzial:** | **+26 Prozent** |

## Aktiendaten

| | |
|---|---|
| Kurs (Schlusskurs Vortag) | 2,53 Euro (XETRA) |
| Aktienanzahl (in Mio.) | 21,07 |
| Marktkap. (in Mio. Euro) | 53,3 |
| Enterprise Value (in Mio. Euro) | 34,2 |
| Ticker | APM |
| ISIN | NL0000238145 |

## Kursperformance

| | |
|---|---|
| 52 Wochen-Hoch (in Euro) | 2,38 |
| 52 Wochen-Tief (in Euro) | 0,68 |
| 3 M relativ zum CDAX | +93,9% |
| 6 M relativ zum CDAX | +120,3% |




Quelle: Capital IQ

## Aktionärsstruktur

| | |
|---|---|
| Streubesitz | 40,4% |
| EMA B.V. | 41,2% |
| Eigene Anteile | 8,4% |
| Axxion S.A. | 5,1% |
| Dieter Koppitz | 3,0% |
| Euro Serve Media GmbH | 1,9% |

## Termine

| | |
|---|---|
| Q1 Bericht | 13. Mai 2016 |
| Q2 Bericht | 19. August 2016 |

## Prognoseanpassung

| | 2016e | 2017e | 2018e |
|---|---|---|---|
| **Umsatz** (alt) | **62,5** | **64,4** | **66,2** |
| *Δ in %* | *9,1%* | *25,4%* | *40,0%* |
| **EBIT** (alt) | **2,8** | **3,5** | **4,0** |
| *Δ in %* | *-15,6%* | *-0,9%* | *6,2%* |
| **EPS** (alt) | **n.a.** | **n.a.** | **n.a.** |
| *Δ in %* | - | - | - |

## Analyst


Timo Buss
+49 40 41111 37 81
t.buss@montega.de


## Publikation

| | |
|---|---|
| Studie | 28. April 2016 |

## ad pepper wandelt sich vom Agentur- zum Plattformgeschäft

ad pepper war früher eine Holding mit diversen Beteiligungen im Bereich der Online-Werbevermarktung. Eine klare strategische Ausrichtung ließ das Unternehmen vermissen. Der Vorstand hat daraufhin eine Restrukturierung durchgeführt. Nicht strategische Aktivitäten wurden veräußert und die **Struktur verschlankt.** Von ehemals 15 Gesellschaften in zehn Ländern sind lediglich sieben mit Niederlassungen in vier europäischen Ländern und den USA verblieben.

Als Resultat der neuen Fokussierung entfallen heute rd. **75% der Umsätze auf das Segment Webgains**. Unter dieser Marke wird ein Affiliate-Netzwerk betrieben. Webseitenbetreiber (Publisher) können über das Netzwerk ihre Nutzerschaft monetarisieren, indem sie eigenen Traffic via Banner oder Textlinks zu den Onlineshops werbetreibender Unternehmen (Merchants) weiterleiten. Die Publisher agieren gewissermaßen als Online-Vertriebsmannschaft der Merchants. Für abgeschlossene Käufe werden Provisionen gezahlt, an denen Webgains prozentual mitverdient.

Der Markt für Onlinewerbung ist zwar als kompetitiv zu bezeichnen, mit einem **Wachstum von 10-12% p.a.** jedoch im Vergleich zu klassischen Formaten wie Print, Radio oder TV äußerst dynamisch. Zeitnah wird er die bisher führende TV-Werbung ablösen. Neben der Verlagerung von Werbebudgets ins Internet profitiert Webgains durch den Fokus auf erfolgsabhängiges Marketing vor allem auch von den **weltweit um 15% p. a. steigenden E-Commerce-Volumina**.

Die Attraktivität dieses Marktumfelds wird anhand der starken Umsatzsteigerungen von Webgains sehr deutlich. Mit einer **CAGR von gut 20% seit 2011** konnte das Unternehmen die Branchenentwicklung signifikant übertreffen. Diesen Erfolg verdankt Webgains primär der Größe und Qualität seines Netzwerks sowie ausgezeichneter Kundenbetreuung.

Kampagnenstarke Kunden wie Nike oder Samsung werden in Zukunft zu inkrementellen Umsätzen über die Plattform führen, die u. E. nur geringe Zusatzkosten verursachen und zu einem Margensprung führen werden. Die **hohe Skalierbarkeit des Geschäftsmodells** lässt sich an der Umsatzverdoppelung in den letzten Jahren bei unveränderter Mitarbeiterzahl ablesen. Insbesondere kommt sie in den jüngst veröffentlichten vorläufigen Q1-Zahlen zum Ausdruck. Aufgrund des intakten Wachstumstrends von Webgains (+34,2%) wurde das **beste Q1-Ergebnis (EBIT: 0,6 Mio. Euro) seit Bestehen des Unternehmens** erzielt. Der operative Hebel wird u. E. bereits in diesem Jahr ein Konzern-EBIT von über 2 Mio. Euro ermöglichen. Mittelfristig halten wir operative Margen von über 4% für gut erreichbar.

**Fazit**: Die derzeitige Marktkapitalisierung, von der rd. 40% allein durch das Net-Cash abgedeckt werden, spiegelt die stark verbesserten Ergebnisaussichten nach der Wandlung ad peppers vom personalintensiven Agentur- hin zum Plattformgeschäft nicht ausreichend wider. Im Rahmen eines Analystenwechsels haben wir unser Modell umfassend überarbeitet und empfehlen die Aktie mit einem Kursziel von 3,20 Euro zum Kauf.

| Geschäftsjahresende: 31.12. | 2014 | 2015 | 2016e | 2017e | 2018e |
|---|---|---|---|---|---|
| Umsatz | 47,3 | 56,0 | 68,2 | 80,8 | 92,7 |
| Veränderung yoy | -4,7% | 18,5% | 21,8% | 18,4% | 14,8% |
| EBITDA | -3,7 | 0,5 | 2,8 | 4,0 | 4,8 |
| EBIT | -3,9 | 0,2 | 2,4 | 3,5 | 4,2 |
| Jahresüberschuss | -5,4 | 0,0 | 2,4 | 3,5 | 4,2 |
| Bruttomarge | 34,1% | 28,3% | 25,6% | 24,1% | 22,6% |
| EBITDA-Marge | -7,9% | 1,0% | 4,1% | 4,9% | 5,2% |
| EBIT-Marge | -8,3% | 0,4% | 3,5% | 4,3% | 4,6% |
| Net Debt | -13,9 | -16,9 | -20,0 | -23,6 | -27,2 |
| Net Debt/EBITDA | 3,7 | -31,4 | -7,2 | -6,0 | -5,7 |
| ROCE | -56,0% | 25,1% | -320,4% | -323,9% | -473,4% |
| EPS | -0,26 | 0,00 | 0,11 | 0,17 | 0,20 |
| FCF je Aktie | -0,09 | 0,07 | 0,14 | 0,17 | 0,17 |
| Dividende | 0,00 | 0,00 | 0,00 | 0,00 | 0,00 |
| Dividendenrendite | 0,0% | 0,0% | 0,0% | 0,0% | 0,0% |
| EV/Umsatz | 0,7 | 0,6 | 0,5 | 0,4 | 0,4 |
| EV/EBITDA | n.m. | 63,3 | 12,3 | 8,6 | 7,1 |
| EV/EBIT | n.m. | 140,1 | 14,5 | 9,9 | 8,0 |
| KGV | n.m. | n.m. | 23,0 | 14,9 | 12,7 |
| P/B | 3,3 | 3,3 | 2,9 | 2,4 | 2,0 |

Quelle: Unternehmen, Montega, CapitalIQ — Angaben in Mio. EUR, EPS in EUR Kurs: 2,53

## INHALTSVERZEICHNIS


| | |
|---|---|
| **Investment Case** | **3** |
| Werbemarkt verschiebt sich zu Gunsten des Online- und Affiliate-Marketings | 4 |
| Markteintrittsbarrieren gering, kritische Netzwerkgröße als Erfolgsfaktor | 5 |
| Turnaround gelungen, weiteres zweistelliges Umsatzwachstum visibel | 6 |
| Skalierung des Plattformgeschäftsmodells dürfte zu Margensprung führen | 7 |
| Positiver Newsflow erwartet | 8 |
| Bewertung spiegelt Ertragspotenzial nicht vollständig wider | 8 |
| Fazit | 8 |
| **Timing und Sentiment** | **9** |
| **SWOT** | **11** |
| Stärken | 11 |
| Schwächen | 11 |
| Chancen | 11 |
| Risiken | 12 |
| **Markt und Wettbewerb** | **13** |
| Großereignisse beleben in 2016 das Marktwachstum | 13 |
| Affiliate-Marketing als Funktion steigender E-Commerce-Volumina | 14 |
| Weniger Zyklizität im Performance-Marketing | 15 |
| **Wettbewerbsqualität** | **16** |
| Wettbewerbsumfeld | 16 |
| Charakteristika des Webgains-Netzwerks | 16 |
| Wettbewerbsvorteile: Kritische Masse als Erfolgsbarriere | 17 |
| **Finanzen** | **19** |
| Jüngste Performance | 19 |
| Umsatzentwicklung / Guidance | 19 |
| Deutlich unterproportionale Entwicklung der Personalkosten in Aussicht | 20 |
| Bilanz | 21 |
| **Bewertung** | **23** |
| DCF-Modell | 23 |
| **Unternehmenshintergrund** | **25** |
| Historie | 25 |
| Konzernstruktur | 25 |
| Segmentbetrachtung | 26 |
| Umsatz nach Regionen | 27 |
| Management | 28 |
| Aktionärsstruktur | 28 |
| **Anhang** | **29** |
| **Disclaimer** | **33** |

## INVESTMENT CASE

ad pepper media International N. V. ist einer der führenden Anbieter von Performance-Marketing in Europa. Im Zuge diverser In- und Devestitionen in kleinere Technologieunternehmen **fehlte es dem Unternehmen lange an einer klar erkennbaren strategischen Ausrichtung**. Als Konsequenz kam es zu einer Restrukturierung, die in 2015 erfolgreich abgeschlossen wurde. Nicht strategische Bereiche wurden verkauft oder geschlossen, Minderheitsbeteiligungen veräußert, die Zahl der Gesellschaften innerhalb der Holding von 15 auf 7 deutlich reduziert.

Heute operiert der Konzern in drei Segmenten:

- ad pepper media (Lead-Generierung)
- Webgains (Affiliate-Marketing)
- ad agents (Suchmaschinenmarketing)

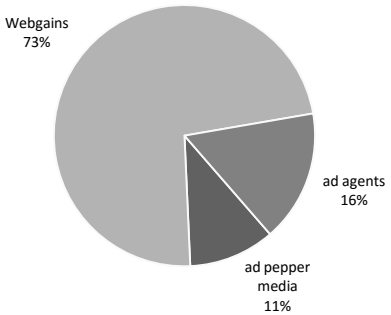
**ad pepper media** konzentriert sich auf zwei Kernregionen: Deutschland und Spanien. Produktseitig liegt der Fokus auf der Gewinnung von interessierten Kunden, die sich bei einem werbetreibenden Unternehmen online registrieren und ihre Daten übermitteln. Die generierten Interessentendaten (sogenannte Leads) werden durch ad pepper media aufbereitet dem Kunden zur Verfügung gestellt. Der Kunde bezahlt die generierten Leads erfolgsabhängig (CPL). In der Praxis tritt beispielsweise ein Automobilhersteller wie Volvo an ad pepper heran, mit der Absicht, Interessenten für Probefahrten seines neuen Modells zu gewinnen. ad pepper media spielt daraufhin online eine Display-Werbekampagne aus, über die sich interessierte Kunden für eine Probefahrt registrieren können. Für erfolgreich generierte Adressdatensätze erhält ad pepper eine Provision.

**Webgains** ist ein Affiliate-Netzwerk, an das über 2.000 werbetreibende Unternehmen (Merchants) und rund 200.000 Websitenbetreiber (Publisher) angeschlossen sind. Publisher können auf der Plattform zwischen verschiedenen Werbekampagnen der Merchants auswählen und Werbemittel wie Banner oder Textlinks auf ihren Websites platzieren. Über diesen Weg monetarisieren die Publisher ihren eigenen Traffic, indem sie ihn zum Shop des Merchants weiterleiten. Erfolgt dort ein Kauf – und nur dann – erhält der Publisher eine Abschluss-Provision. Im Erfolgsfall erhält Webgains als Plattformbetreiber ebenfalls eine Provision, die im Normalfall rd. 30% der Publisher-Provision beträgt.

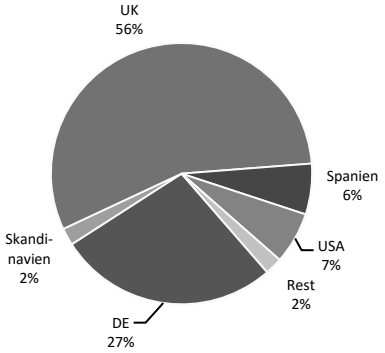
**ad agents** ist eine Werbeagentur, die auf Suchmaschinenmarketing spezialisiert ist. Dabei hilft sie Kunden zum einen, Anzeigen bei Google, Bing oder Yahoo zu schalten (SEM). Zum anderen werden Optimierungsmaßnahmen durchgeführt, um das Ranking von Websites der Kunden in den Suchergebnissen zu verbessern (SEO).

Die folgende Abbildung zeigt die Aufteilung der Umsätze nach Segmenten und Regionen.

**Umsatzverteilung nach Segmenten 2015**




**Umsatzverteilung nach Regionen 2015**




Quelle: Unternehmen

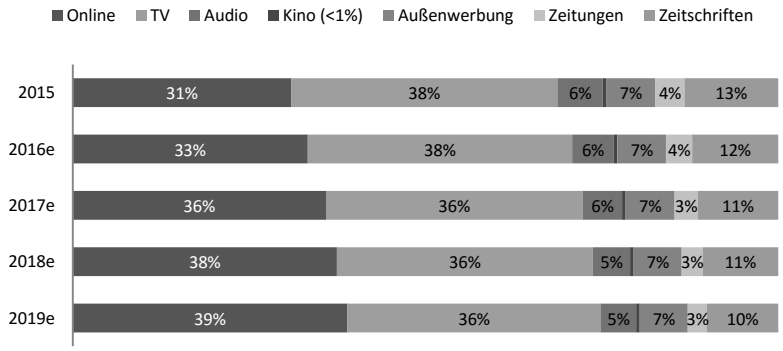
## Werbemarkt verschiebt sich zu Gunsten des Online- und Affiliate-Marketings

Nach Jahren des rasanten Wachstums im Segment Webgains (Umsatz-CAGR11-15: 19,3%) und der Portfoliobereinigung im ehemals größten Segment ad pepper media stellt das Affiliate-Marketing heute das dominierende Geschäftsfeld des Konzerns dar (Umsatzanteil rd. 75%). Die Tendenz ist weiter steigend. Die **künftige Entwicklung ad peppers wird daher vor allem durch die Geschäftslage bei Webgains determiniert werden**.

Webgains agiert in einem attraktiven Marktumfeld. Zwei Megatrends begünstigen das Affiliate-Marketing und werden es dem Unternehmen u. E. ermöglichen, weiter zweistellig zu wachsen:

**Globale Werbebudgets verschieben sich ins Internet:** Der globale Werbemarkt mit einem Volumen von rd. 500 Mrd. Dollar wird nach wie vor von der Fernsehwerbung (Marktanteil: 38%) dominiert. Mit zunehmender (mobiler) Internetnutzung verlagert sich jedoch die Relevanz weg von den klassischen Medien wie Print, Radio & TV hin zur Onlinewerbung. Für die weltweiten Werbeausgaben wird bis 2019 ein jährliches Wachstum von rd. 6% erwartet. Im gleichen Zeitraum dürften die **Onlinebudgets jedoch mit 12% p. a. wachsen**. Im Ergebnis wird die Fernsehwerbung als wichtigstes Medium zeitnah abgelöst werden (siehe nachfolgende Grafik).

**Anteil verschiedener Kanäle an den globalen Werbeausgaben**
**(in %)**




Quelle: McKinsey&Company Global Media Report 2015

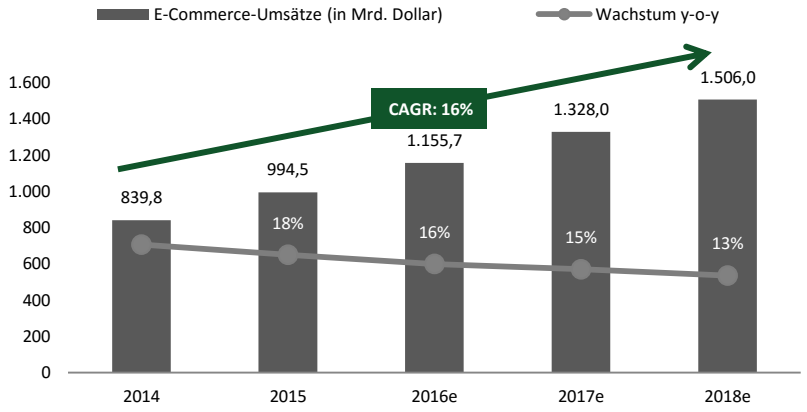
**E-Commerce als disruptive Technologie für den stationären Handel:** Die Umsätze von Webgains sind größtenteils Provisionen und damit erfolgsabhängiger Natur. Letztlich stellen **sie eine Funktion steigender E-Commerce-Volumina** dar. Der Trend zur Verlagerung stationärer Käufe ins Internet ist ungebrochen stark und hat in manchen Produktkategorien (Textil, Elektronik) bereits eine massive Änderung der Wettbewerbslandschaft bewirkt. In anderen Branchen (Lebensmittel, Automobil) sind dagegen bisher nur marginale Veränderungen zu spüren.

Bezogen auf die **gesamten Einzelhandelsumsätze entfallen in Europa bereits rd. 8% auf den E-Commerce**. Die Tendenz ist weiter steigend. Die global höchste Penetration weist Webgains Heimatmarkt UK auf, wo 16% der gesamten Einzelhandelskäufe online getätigt werden (Quelle: eMarketer). Erst an zweiter Stelle folgt im europäischen Vergleich Deutschland mit einem Anteil von rd. 12%.

Trotz der hohen Basis wird für **UK mit einem weiter intakten E-Commerce-Wachstum von rd. 10% p. a. bis 2019** gerechnet, von dem Webgains zweifelsohne profitieren wird. Außerhalb des UK (75% Umsatzanteil) liegt der geographische Fokus des Unternehmens vor allem auf dem deutschen Markt (12% Umsatzanteil) und den USA (8% Umsatzanteil). Für diese Länder geht das Marktforschungsunternehmen Euromonitor aufgrund ihrer niedrigeren Basis von einem noch dynamischeren Wachstum aus. Nachdem auf globaler

Ebene in 2015 bereits knapp 1,0 Billionen Dollar im E-Commerce umgesetzt wurden, wird in den kommenden drei Jahren ein Anstieg um mehr als 50% erwartet (siehe nachfolgende Grafik).

**Globale E-Commerce Umsätze im Einzelhandel**




Quelle: Euromonitor

Diese Zahlen machen deutlich, dass sich ad pepper auf einem attraktiven Wachstumsmarkt bewegt, der die positive Unternehmensentwicklung flankieren sollte.

## Markteintrittsbarrieren gering, kritische Netzwerkgröße als Erfolgsfaktor

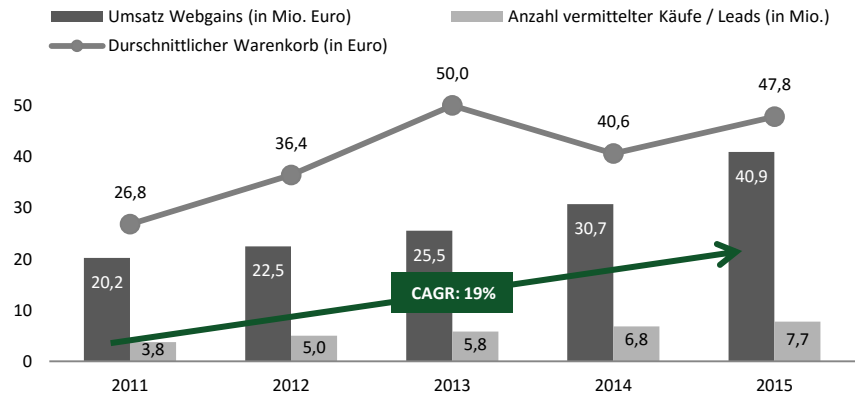
Das Geschäftsmodell eines Affiliate-Netzwerk-Betreibers wird durch eine äußerst geringe Anlagenintensität charakterisiert. So wies ad pepper per Ende Dezember Sachanlagen und immaterielle Vermögenswerte von lediglich 0,5 Mio. Euro (1,5% der Bilanzsumme) aus. Nur ein geringer Kapitaleinsatz ist von Nöten, um die technischen Voraussetzungen zum Betrieb eines Affiliate-Netzwerks zu replizieren.

Betrachtet man bestehende Netzwerke, so sind die monetären und nicht-monetären Wechselkosten eines Merchants als gering zu bezeichnen. Die Einstellung der Werbemittel und die Registrierung auf einer neuen Plattform sind zügig und ohne großen Aufwand durchführbar. Für Publisher sind im Grunde überhaupt keine Wechselkosten existent. In der Praxis führt dies dazu, dass die Schnittmenge bei den Publishern zwischen den führenden Netzwerken wie Zanox (Axel Springer), Affilinet (United Internet) und Webgains ausgesprochen hoch ist. Zu den Merchants bestehen vereinzelt Exklusivbeziehungen, diese sind jedoch eher die Ausnahme als die Regel.

Wer als Netzwerk-Anbieter in der Vergangenheit kein hinreichend großes Portfolio an Publishern und potenten Merchants aufbauen konnte, ist heute gegenüber etablierten Unternehmen im Nachteil. Die Hürde, Publisher und Merchants vom Mehrwert einer neuen, im Aufbau befindlichen Plattform zu überzeugen, ist in den letzten Jahren gestiegen.

Webgains verfügt hinsichtlich der Zahl angeschlossener Publisher und Merchants über die notwendige kritische Masse, um auch in Zukunft relevant zu sein. Im UK-Markt nimmt das Unternehmen hinter dem europäischen Marktführer Zanox eine führende Wettbewerbsstellung ein. Zusätzlich bietet das Unternehmen seinen Kunden eine hohe Servicequalität und stellt ein detailliertes Reporting über den Erfolg der Werbekampagnen bereit. In den letzten Jahren führte dieser Mix aus Betreuungsqualität, Größe und Reichweite dazu, dass Webgains beständig Marktanteile gewinnen konnte. Nach wie vor gehört das Unternehmen zu einem der am schnellsten wachsenden Affiliate-Netzwerke Europas (siehe nachfolgende Grafik).

**Umsatzentwicklung Webgains 2011-2015**




Quelle: Unternehmen

## Turnaround gelungen, weiteres zweistelliges Umsatzwachstum visibel

Im abgelaufenen Geschäftsjahr erreichte ad pepper einen Umsatzanstieg um 18,5% auf 56,0 Mio. Euro. Webgains fungierte mit einem Umsatzplus von rund einem Drittel auf 40,9 Mio. Euro (+33,1%) als Wachstumsmotor der Gruppe.

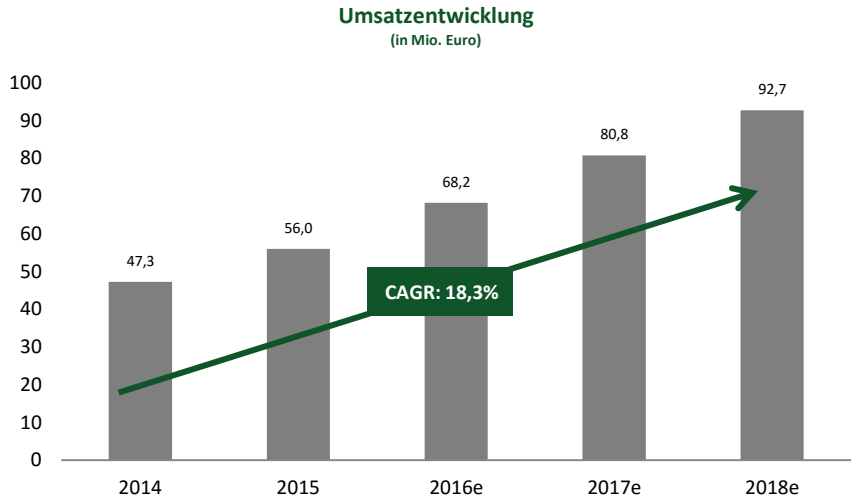
Ergebnisseitig wurde ein Konzern-EBT von 0,4 Mio. Euro erzielt. Exkludiert man den Gewinn aus dem Verkauf des Email-Marketinggeschäfts (Globase), wurde ein leicht positives Ergebnis und damit der angestrebte Turnaround geschafft.

In den kommenden Geschäftsjahren wird sich u. E. ein **zweistelliges Umsatzwachstum fortsetzen**. Primär speist sich dieses aus der äußerst dynamischen Entwicklung im Bereich Affiliate-Marketing (Webgains).

**ad pepper media** dürfte im Hauptgeschäftsfeld der Lead-Generierung bis 2018 etwa im Gleichschritt mit den weltweiten Onlinewerbeausgaben (CAGR15-19: 12%) wachsen können. Für das Agenturgeschäft **(ad agents)** sind wir weniger optimistisch. Generell ist in diesem Segment die Umsatzhöhe sehr volatil und nur bedingt aussagekräftig, da je nach Kundenwunsch der Umsatz netto (im Bereich SEM z. B. nach Aufwendungen für Google-Anzeigen) oder brutto (vor Aufwendungen für Anzeigenplätze) ausgewiesen werden kann. Entsprechend besteht eine deutliche Varianz in den Umsatzmargen. Investoren sollten zur Erfolgsbeurteilung die absolute Höhe des Segment-Rohertrags heranziehen, für den wir eine weitgehend stabile Entwicklung angenommen haben.

**Webgains** bleibt aus unserer Sicht der maßgebliche Wachstumstreiber von ad pepper und stellt den entscheidenden Faktor unseres Investment Cases dar. Unter der Prämisse, dass das Unternehmen weiter Marktanteile gewinnen wird, halten wir eine deutliche Outperformance des erwarteten jährlichen Wachstums der Onlinewerbung (12% p. a.) für visibel. Für 2016 gehen wir von einem Umsatz in Höhe von 54,0 Mio. Euro aus, der bis 2018 auf 77,0 Mio. Euro ansteigen dürfte (CAGR16-18: 19,5%). Der Umsatzanteil von Webgains würde sich dadurch auf über 80% erhöhen.

In Summe dürfte es ad pepper gelingen, den Umsatz bis 2018 auf 92,7 Mio. Euro ggü. dem 2014er-Niveau nahezu zu verdoppeln (+96%). Das folgende Diagramm illustriert die erwartete Entwicklung.



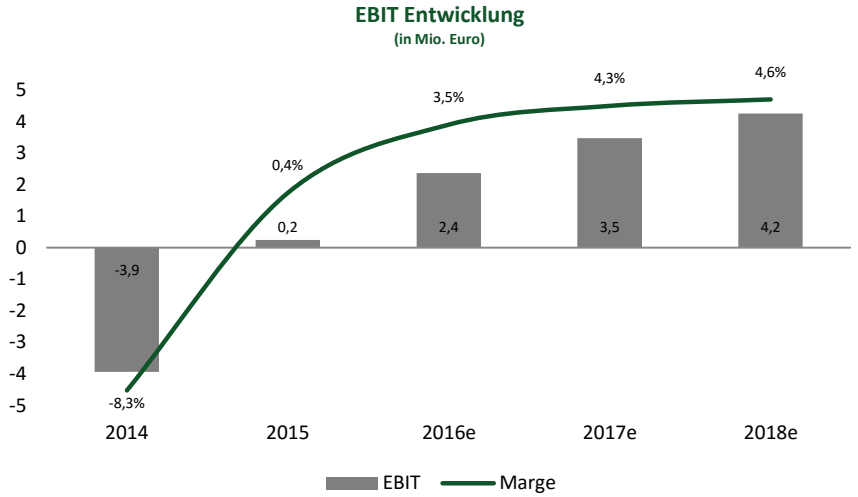

Quelle: Unternehmen, Montega

## Skalierung des Plattformgeschäftsmodells dürfte zu Margensprung führen

Nach dem erfolgreichen Turnaround in 2015 dürften weitere Ergebnisverbesserungen bevorstehen. Diese Annahme beruht vor allem darauf, dass sich das Geschäftsmodell nach der Restrukturierung weg vom personalintensiven Agenturgeschäft gewandelt hat hin zu einem hochskalierbaren Plattformgeschäft.

**Inkrementelle Umsatz- und Rohertragssteigerungen im Segment Webgains müssen nur in geringem Maße mit der Einstellung neuer Mitarbeiter unterlegt werden**. Dies belegt nicht zuletzt die beachtliche Steigerung des Segmentumsatzes zwischen 2012 und 2015 auf 40,9 Mio. Euro (+82%) bei unveränderter Mitarbeiterzahl (82 Mitarbeiter).

Die Personalkosten bestimmen auf Konzernebene mit einem Anteil von zuletzt beinahe 80% die OPEX. Künftige Umsatz- und Rohertragssteigerungen haben daher eine Hebelwirkung, sofern sich die Personalkosten unterproportional zum Umsatz entwickeln. Einen solchen Verlauf halten wir für äußerst visibel. Im Verhältnis zum Umsatzwachstum (CAGRe16-18: 19,5%) erwarten wir lediglich einen moderaten OPEX-Anstieg (CAGRe16-18: 5,2%). Dies dürfte den avisierten Rückgang in der Rohertragsmarge deutlich überkompensieren. Darauf aufbauend halten wir in den nächsten Jahren EBIT-Margen über 4% für gut erreichbar. Die folgende Abbildung zeigt die erwartete Ergebnisentwicklung.




Quelle: Unternehmen, Montega

## Positiver Newsflow erwartet

Nach der erfolgreich abgeschlossenen Restrukturierung dürfte das Jahr 2016 für ad pepper im Zeichen weiterer Ergebnisverbesserungen stehen. Einen ersten Vorgeschmack darauf lieferten die jüngst vorgelegten vorläufigen Q1-Zahlen: ad pepper erzielte im Dreimonatszeitraum einen Umsatzanstieg von 24,3% auf 14,4 Mio. Euro und ein EBIT von 0,6 Mio. Euro. Das Q1-Ergebnis ist das Beste seit Gründung des Unternehmens. Webgains erreichte ein Umsatzwachstum von 34,2% und konnte damit sein dynamisches Wachstum fortsetzen.

Neben den operativen Verbesserungen dürften auch die Rahmenbedingungen im (Online-) Werbemarkt zu einem sich aufhellenden Sentiment für die Aktie beitragen. Mit den Olympischen Sommerspielen und der Fußball-Europameisterschaft stehen zwei sportliche Großereignisse bevor, die dem Werbemarkt einen zusätzlichen Schub verleihen werden. Im laufenden Geschäftsjahr wird ein Anstieg der globalen Werbeausgaben um 5% (2015: +4%, Quelle: ZenithOptimedia) erwartet, von dem vor allem die Onlinebudgets (+15% in 2016 lt. McKinsey&Company) profitieren dürften. Im Zuge der steigenden medialen Sportpräsenz dürfte auch Webgains wichtigster Kunde Nike (vereint rd. 18% der Segmentumsätze auf sich) höhere Produktabsätze erzielen und damit mittelbar ad pepper mehr Provisionen einnehmen.

## Bewertung spiegelt Ertragspotenzial nicht vollständig wider

Mit Kursen um die 0,80 Euro und 21,5 Mio. im Umlauf befindlichen Aktien notierte die ad pepper Aktie lange auf dem Net-Cash-Niveau (ad pepper verfügte per Ende Dezember über liquide Mittel von 16,9 Mio. Euro sowie Wertpapiere / Festgelder von 5,5 Mio. Euro und hat keine Finanzschulden). Dem operativen Geschäft wurde seitens der Marktteilnehmer kein positiver Wert beigemessen. Mit zunehmender Gewissheit, dass in 2015 der Turnaround gelingen würde, änderte sich dies und es kam zu einer Neubewertung der Aktie. Dennoch werden auch heute noch rund 40% der Marktkapitalisierung von 53,3 Mio. Euro allein durch das Net-Cash abgedeckt, sodass wir das stark verbesserte Ergebnispotenzial des Konzerns sowie die Skalierbarkeit von Webgains nicht vollständig im Kurs eskomptiert sehen.

Wir haben ad pepper auf Basis eines DCF-Modells bewertet und gelangen zu einem fairen Wert von 3,20 pro Aktie, was einer deutlichen Unterbewertung in Bezug auf den derzeitigen Börsenkurs entspricht.

Auf eine Plausibilisierung im Rahmen einer Peergroup-Bewertung haben wir in Ermangelung sinnvoller Vergleichsunternehmen verzichtet. Für den „Closest-Peer“ Tradedoubler AB liegen beispielsweise keine Konsensschätzungen und somit auch keine Forward-Multiples vor.

## Fazit

ad pepper verfügt seit Abschluss der Restrukturierung über eine klare strategische Ausrichtung auf den Wachstumsmarkt Performance-Marketing und bertreibt mit Webgains eines der am schnellsten wachsenden Affiliate-Netzwerke Europas. Die Skalierbarkeit dieses Geschäftsmodells lässt sich an der Umsatzverdoppelung in den letzten Jahren bei unveränderter Mitarbeiterzahl ablesen. Mit dem 2015 erzielten Turnaround steht das Unternehmen u. E. aber erst am Anfang einer weiteren positiven Entwicklung. Durch die ungebrochen hohe Umsatzdynamik im Segment Webgains (Q1: +34,2%) bei gleichzeitig deutlich unterproportionaler Entwicklung der Personalkosten, auf die im Konzern rd. 80% der OPEX entfallen, wird es dem Unternehmen u. E. gelingen, die EBIT-Marge mittelfristig auf über 4% auszuweiten. Bereits in 2016 gehen wir von einem EBIT über 2 Mio. Euro aus.

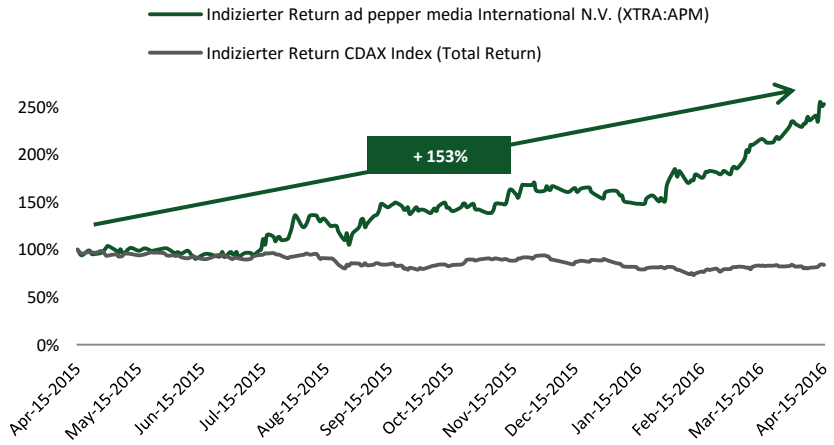
Das laufende Geschäftsjahr halten wir deshalb für einen idealen Zeitpunkt, um ein Investment einzugehen und an der künftigen Ertragsverbesserung zu partizipieren. Nach einem Analystenwechsel haben wir die Prognosen umfangreich überarbeitet und empfehlen die Aktie bei einem neuen Kursziel von 3,20 Euro (zuvor: 1,50 Euro) zum Kauf.

## TIMING UND SENTIMENT

Mit zunehmender Gewissheit, dass ad pepper im Geschäftsjahr 2015 der Turnaround auf EBT-Basis gelingen würde, ist die Aktie jüngst stärker in den Fokus von Investoren geraten. Die dynamische Entwicklung im Segment Webgains (Umsatz 2015: +33,1%, Q1/16: +34,2%) sowie eine Vereinfachung des Geschäftsmodells durch Abspaltung nicht strategischer Geschäftseinheiten (Verkauf des E-Mail-Marketinganbieters Globase) wurden von den Marktteilnehmern positiv aufgenommen.

Vor dem Hintergrund der operativen Verbesserungen hat eine Revision der Marktpreisfindung stattgefunden. Deren Resultat impliziert nun nicht mehr, dass ad pepper ein langfristig defizitäres Geschäftsmodell verfolgt. Zuvor wurde das Unternehmen mit Kursen um 0,80 Euro und 21,5 Mio. im Umlauf befindlichen Aktien lediglich auf Niveau des Net-Cash-Bestands bewertet (ad pepper verfügte per Ende Dezember über liquide Mittel von 16,9 Mio. Euro sowie Wertpapiere / Festgelder von 5,5 Mio. Euro und hat keine Finanzschulden). Die Aktie hat sich seither mehr als verdoppelt (+153%). Der Vergleichsindex CDAX wurde damit in den letzten 12 Monaten deutlich outperformt (siehe nachfolgende Grafik).

**ad pepper vs. CDAX (letzte 12 Monate)**




Quelle: Capital IQ

Nach der jüngsten Entwicklung sehen wir unseren positiven Gesamteindruck vom Unternehmen zu Teilen bereits in der Marktbewertung enthalten. Dennoch dürfte die abgeschlossene Restrukturierung des Unternehmens weg vom personalintensiven Agenturgeschäft hin zum hochskalierbaren Plattformgeschäftsmodell Webgains, das seinen Umsatz zwischen 2012 und 2015 bei konstanter Mitarbeiterzahl nahezu verdoppeln konnte (+82%), im aktuellen Kursniveau nicht vollständig eskomptiert sein.

Zudem rechnen wir kurzfristig mit positivem Newsflow. 2016 stehen mit den Olympischen Sommerspielen sowie der Fußball-Europameisterschaft zwei sportliche Großereignisse bevor, die dem weltweiten Werbemarkt einen zusätzlichen Schub verleihen werden. Die Medienagentur ZenithOptimedia rechnet für das laufende Geschäftsjahr mit einem Anstieg der globalen Werbeausgaben um 5%. Besonders die Onlinewerbung (+15% in 2016 lt. McKinsey&Company) dürfte davon profitieren. Für die Performance-Marketing-Aktivitäten von ad pepper zeichnen sich somit positive Rahmenbedingungen ab.

Ferner dürfte auch die Nachrichtenlage zur Umsatzentwicklung des größten Kunden von Webgains, dem Sportartikelhersteller Nike, positive Impulse setzen. Bereits im vergangenen Jahr konnte ad pepper den Umsatz mit Nike um 131% auf 7,0 Mio. Euro erhöhen. 2016 dürfte der anhaltende Sneaker- und Athleisure-Trend die Absatzsituation in der Sportartikelbranche begünstigen. Zudem wird Nike von seiner Rolle als bedeutender Ausstatter diverser EM-Teilnehmer (u. a. England, Polen, Frankreich und Portugal) profitieren. Dies wird im nächsten Schritt zu einem höheren vermittelten

Transaktionsvolumen über die Webgains-Plattform führen und damit zu höheren Provisionszahlungen an die ad pepper-Gruppe.

Ein möglicher Exit aus dem personalintensiven Agenturgeschäft (ad agents) stellt u. E. eine weitere Option auf zusätzlichen positiven Newsflow dar. Den Kapitalmarktteilnehmern würde durch diesen Schritt noch eindeutiger die strategische Ausrichtung auf das skalierbare Plattformgeschäftsmodell vermittelt und der Managementfokus geschärft. Im Falle eines andauernden dynamischen Wachstums Webgains (CAGR11-15: 19,3%), würde sich der bereits dominante Umsatzanteil des Segments (rd. 75%) weiter erhöhen. In diesem Fall käme wohl auch eine Umbenennung des Konzerns von „ad pepper“ in „Webgains“ in Betracht, was Investoren zu einer Neubewertung der aus unserer Sicht stark verbesserten Ergebnisaussichten motivieren könnte.

Zusammenfassend lässt sich festhalten, dass das Sentiment für ad pepper nach der erfolgreich abgeschlossenen Restrukturierung und der mittlerweile klaren Ausrichtung auf Performance-Marketing weiter ins Positive drehen dürfte. Der Konzern profitiert von übergeordneten Trends wie der Verlagerung von Werbebudgets in den Onlinebereich sowie steigender E-Commerce-Volumina. Webgains wird es u. E. in Zukunft gelingen, signifikant mehr Transaktionen zwischen Merchants und Publishern zu vermitteln. Die Aktie dürfte dadurch auf vermehrtes Interesse seitens der Investoren stoßen.

## SWOT

ad pepper und im Speziellen der Plattform-Betreiber Webgains sind dauerhaft dem Risiko disruptiver Technologien ausgesetzt. Schwächen bestehen ebenfalls in der im Vergleich zu Wettbewerbern geringen Unternehmensgröße sowie der Abhängigkeit von einzelnen Großkunden. Zu den Stärken gehört klar der starke Footprint im Kernmarkt UK sowie die mehr als komfortable Bilanzsituation.

Chancen bietet das Marktumfeld, das durch zunehmende Verlagerung von Werbebudgets in den Onlinebereich sowie steigende E-Commerce-Volumina geprägt wird. Diese beiden Faktoren dürften es Webgains ermöglichen, inkrementelle Umsätze zu erzielen, die lediglich geringe Zusatzkosten verursachen sollten. Insgesamt übersteigen damit aus unserer Sicht die Chancen eines Investments die Risiken.

### Stärken

- Im Affiliate-Marketing ist die Größe für Netzwerkbetreiber ein entscheidender Faktor. Effizientes Matching von Publishern und Merchants ist nur möglich, wenn die Plattform eine kritische Größe erreicht hat. Im Heimatmarkt UK zählt Webgains hierbei zu den führenden Unternehmen und ist ferner eines der am schnellsten wachsenden Affiliate-Netzwerke in ganz Europa (Umsatz-CAGR11-15: 19,3%).

- Bilanzqualität: ad pepper hat keine Finanzschulden und verfügt im Vergleich zur Unternehmensgröße über eine hohe Netto-Liquidität von 19,6 Mio. Euro. Das Default-Risiko ist vernachlässigbar.

- Nach der abgeschlossenen Restrukturierung ist eine klare Ausrichtung auf den Wachstumsmarkt Performance-Marketing zu erkennen. Das Geschäftsmodell wurde verschlankt, der Managementfokus geschärft.

- Die hohe Netto-Liquidität bietet in Verbindung mit einem M&A-erfahrenen Management die Möglichkeit, opportunistisch Zukäufe zu tätigen. Die Vorwärtsintegration eines Publishers wäre eine Option, um die Wertschöpfungstiefe zu erhöhen.

### Schwächen

- Die Geschäftsentwicklung ist abhängig vom Werbemarkt (zyklisch).

- Der Verlust eines Großkunden wie Nike (repräsentiert rd. 18% der Umsätze im Segment Webgains) würde ad pepper empfindlich treffen.

- Außerhalb des UK (rd. 75% Umsatzanteil) verfügt Webgains bisher nur über ein geringes internationales Exposure.

- Für die Merchants bestehen lediglich geringe Wechselkosten beim Verlassen eines Netzwerks. Exklusivbeziehungen gibt es kaum. In der Praxis sind die Schnittmengen bei den führenden Netzwerken wie Zanox, Affilinet und Webgains, was die angeschlossenen Merchants und Publisher angeht, hoch. Einen winner-takes-all-Effekt pro Land gibt es nicht.

### Chancen

- Verlagerung von Werbeumsätzen aus den klassischen Kanälen wie Print & TV ins Internet.

- Deutliches Margenpotenzial: In Verbindung mit anhaltendem Marktwachstum dürfte das Geschäftsmodell von Webgains weiter skalieren und höhere Margen ermöglichen.

- Eine Übernahme könnte durch den Ankeraktionär Müller Mediengruppe (EMA B. V.) erleichtert werden. In der Vergangenheit war in der Performance-Marketing-

Branche durchaus eine hohe M&A-Aktivität zu verzeichnen. So übernahm beispielsweise der Medienkonzern Axel Springer den europäischen Marktführer Zanox und United Internet den Anbieter Affilinet.

### Risiken

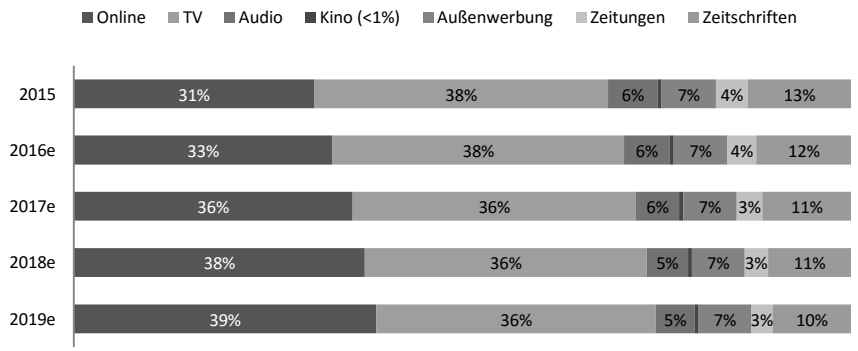
- Bei nachlassendem Marktwachstum im Bereich Affiliate-Marketing würden bedeutende Merchants voraussichtlich beginnen, die Höhe ihrer (Netzwerk-) Provisionen stärker zu verhandeln. Dies könnte zu Margendruck führen.
- Die Geschwindigkeit des technologischen Wandels im Online-Marketing bleibt hoch - disruptive Neuerungen sind jederzeit möglich.
- Eine zunehmende Verbreitung von AdBlock-Technologie stellt ein zusätzliches Risiko dar.
- Ferner könnten neue gesetzliche Privacy-Richtlinien Anpassungen in der Technologie und damit ungeplante Entwicklungsausgaben / Investitionen erforderlich machen.

## MARKT UND WETTBEWERB

Mit der rasanten Ausbereitung der (mobilen) Internetnutzung haben sich neue Möglichkeiten zur Bewerbung und Vermarktung von Produkten etabliert. Die gestiegene Bedeutung digitaler Werbung wird offensichtlich, wenn man die Veränderung der Internetpenetration betrachtet: Hatten laut ITU zur Jahrtausendwende gerade einmal 0,4 Mrd. Menschen Zugang zum Internet (6,5% der Gesamtbevölkerung), sind es heute 3,2 Mrd. Menschen und damit rd. 8x so viele. Im Mittel sind heute 43,2% der Weltbevölkerung online, wobei die Schere zwischen den Industrienationen (>80% Penetration) und den am wenigsten entwickelten Ländern (<10% Penetration) deutlich auseinandergeht. Künftig wird die Zahl der Internetnutzer und damit die Bedeutung des Onlinemarketings weiter steigen.

Digitale Werbung hat den Vorteil, dass Zielgruppen in sämtlichen Nischen mit geringen Streuverlusten sehr genau adressiert werden können. Sie erlaubt zudem via CPL, CPA exakte Erfolgsmessungen. Wie sehr bereits eine Verlagerung der Werbebudgets von traditionellen Medien (Print, TV, Radio) hin zum Digitalen stattgefunden hat, zeigen Marktdaten zur Verteilung der weltweiten Werbeausgaben (siehe nachfolgende Grafik).

**Anteil verschiedener Kanäle an den globalen Werbeausgaben**
**(in %)**




Quelle: McKinsey&Company Global Media Report 2015

2010 lag der der Abstand beim Marktanteil der dominierenden Fernsehwerbung ggü. der Onlinewerbung noch bei über 20PP. Im heute **weltweit rd. 500 Mrd. Dollar großen Werbemarkt** hat die Onlinewerbung seither signifikant Marktanteile gewinnen können. Bis 2019 wird das deutlich dynamischere **Wachstum des Onlinekanals (CAGR15-19: 12%)** gegenüber der Fernsehwerbung (CAGR15-19: 4%) zu einem Paradigmenwechsel führen: Von den weltweiten Werbeausgaben, die dann über 600 Mrd. Dollar betragen dürften, wird der größte Teil in Zukunft auf das Internet und nicht länger auf das Fernsehen entfallen.

Innerhalb der Onlinewerbung (Display, SEM, Affiliate-Marketing) ist das performancebasierte Marketing für werbetreibende Unternehmen besonders attraktiv, da für sie nur im Falle erfolgreich abgeschlossener Transaktionen Kosten (aus Provisionszahlungen) entstehen. Umsatzsteigerungen und Neukundengewinnung können damit ohne Risiko erzielt werden. Die Konversion bei CPM- oder CPC-Kampagnen muss hingegen im Vorfeld geschätzt werden. Die Kosten-Nutzen-Analyse gestaltet sich dadurch diffiziler.

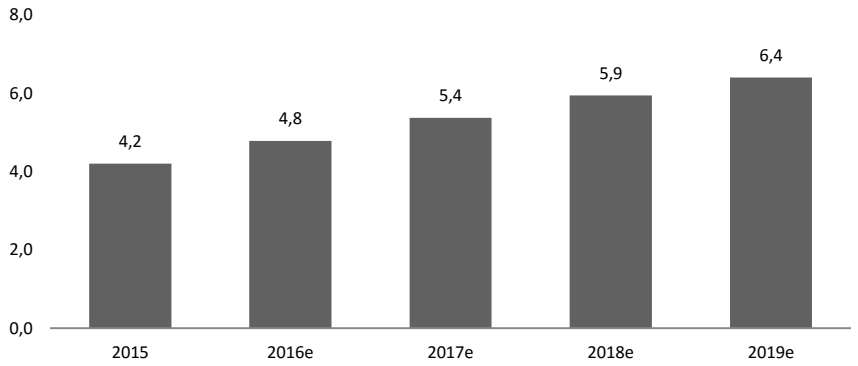
### Großereignisse beleben in 2016 das Marktwachstum

In den kommenden Monaten stehen zwei sportliche Großereignisse bevor, die sich positiv auf das Wachstum von ad pepper auswirken dürften. Zum einen die Olympischen Sommerspiele in Rio de Janeiro, zum anderen die Fußball-Europameisterschaft in Frankreich. Laut ZenithOptimedia dürften diese Events in 2016 zu einem Anstieg der weltweiten Werbeausgaben um rd. 5% führen, bevor sich das Wachstum ab 2017 auf dem Niveau des historischen Durchschnitts von rd. 4% einpendeln wird. Webgains wichtigster

Merchant Nike dürfte im Zuge der EM erfreuliche Zuwächse über das Netzwerk verzeichnen. Insgesamt stattet der amerikanische Sportartikelhersteller sechs (England, Frankreich, Türkei, Kroatien, Polen sowie Portugal) der insgesamt 24 EM-Teilnehmer aus. Unabhängig von der EM wird Nike in 2016 vom starken Sneaker- und Athleisure-Trend profitieren.

Dass sich das Marktwachstum vor allem im Affiliate-Marketing beschleunigen dürfte, zeigen Prognosen des Marktforschungsunternehmens Forrester Research: Für den US-Markt, der als mit Abstand größter Werbemarkt als Proxy für die internationale Entwicklung gesehen werden kann, wird in 2016 ggü. 2015 mit einem Wachstum von 14% gerechnet. Dieses liegt deutlich über der erwarteten CAGR15-19 von 11% (siehe nachfolgende Grafik).

**Erwartete Werbeausgaben für Affiliate-Marketing in den USA**
**(in Mrd. Dollar)**




Quelle: Forrester Research

Zusammengefasst deuten sich im laufenden Geschäftsjahr für ad pepper äußerst günstige Rahmenbedingungen an. Negativ sehen wir allenfalls die Entwicklung des Britischen Pfunds, das derzeit gegenüber dem Euro deutlich abwertet und die Translation der Umsätze von Webgains ab dem Q2 leicht beeinträchtigen wird.

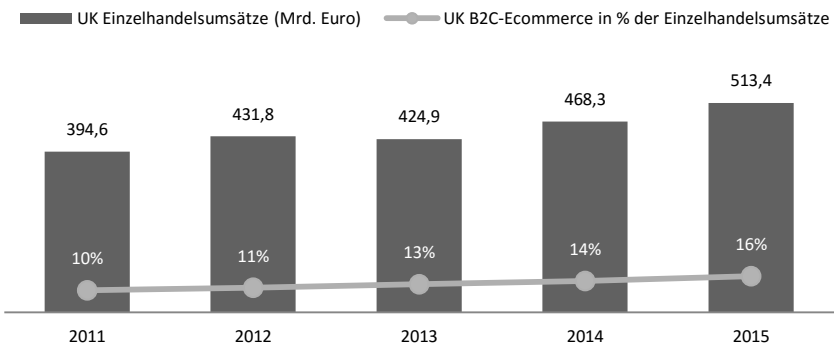
## Affiliate-Marketing als Funktion steigender E-Commerce-Volumina

Für den langfristigen Geschäftserfolg von Webgains wird zum einen entscheidend sein, in welchem Tempo sich die weltweiten Werbebudgets in den Onlinebereich verlagern und neue Merchants sowie Publisher an das Netzwerk angeschlossen werden können. Zum anderen hat aber ebenfalls die Ausgabebereitschaft beim bereits bestehenden Traffic einen signifikanten Einfluss auf die Ergebnisentwicklung.

Die Umsätze von Webgains sind erfolgsabhängig. Letztlich stellen sie als vereinnahmte Abschlussprovisionen eine Funktion steigender E-Commerce-Volumina dar. Die E-Commerce-Volumina werden wiederum vom Trend der Verlagerung stationärer Einkäufe ins Internet getrieben. Webgains verfügt diesbezüglich mit seinen Aktivitäten in UK, Deutschland sowie den USA über eine gute Positionierung in hochentwickelten, weiter prosperierenden E-Commerce-Märkten.

Der Heimatmarkt UK (Umsatzanteil: 75%) gilt dabei mit einem Anteil von 16% an den gesamten Einzelhandelsumsätzen (CAGR11-15: 16%, siehe nachfolgende Grafik) als der bereits am weitesten entwickelte E-Commerce-Markt Europas. Erst an zweiter Stelle folgt Deutschland mit einem E-Commerce-Anteil an den gesamten Einzelhandelsumsätzen von rd. 12%. Der europäische Durchschnitt liegt bei etwa 8%.

**E-Commerce-Anteil in UK am gesamten Einzelhandel**
**(in %)**




Quelle: eMarketer

Trotz des bereits beachtlichen E-Commerce-Anteils in UK erwartet das Marktforschungsunternehmen eMarketer ein abgeschwächtes, aber weiterhin intaktes **E-Commerce-Wachstum von rd. 10% jährlich bis 2019**. Anschließend dürften damit 20% der gesamten Einzelhandelsumsätze in UK online abgewickelt werden. Vor dem Hintergrund dieses ungebrochen starken Trends zur Verlagerung von Kaufentscheidungen und Werbebudgets aus den klassischen Distributionskanälen ins Internet, wird es Webgains u. E. weiter gelingen, zweistellige Umsatzzuwächse zu erzielen.

## Weniger Zyklizität im Performance-Marketing

Betrachtet man den Werbemarkt aggregiert, so ist dieser von einer hohen Zyklizität geprägt. Dies gilt nicht nur unterjährig (mit Q4 und dem Weihnachtsgeschäft als dem mit Abstand wichtigsten Zeitraum), sondern ebenfalls bei der Betrachtung über einen kompletten Konjunkturzyklus hinweg. In Phasen des Abschwungs fahren werbetreibende Unternehmen ihre Marketingausgaben teils rasch und deutlich zurück.

Affiliate-Marketing ist von diesen Schwankungen weniger betroffen. Dies beruht auf der guten Messbarkeit des Kampagnenerfolgs (Actions, Leads). Werbetreibende Unternehmen können im Affiliate-Marketing Umsatzsteigerungen und Neukundengewinnung ohne Risiko erzielen, da sie nur im Falle erfolgreich abgeschlossener Transaktionen für die Werbung bezahlen müssen. CPM- oder CPC-Kampagnen beinhalten hingegen ein höheres Konversionsrisiko. Entsprechend überrascht es nicht, dass die Umsätze im Affiliate-Marketing während der letzten Finanzkrise nicht gefallen, sondern beständig gestiegen sind. Webgains musste im absoluten Krisenjahr 2009 ebenfalls keine Rückgänge hinnehmen, sondern verzeichnete ein Umsatzplus von 13,5%.

## WETTBEWERBSQUALITÄT

### Wettbewerbsumfeld

Der Markt für Onlinewerbung ist als kompetitiv einzustufen. Im Bereich Affiliate-Marketing konkurriert Webgains im engeren Sinne mit anderen Netzwerkbetreibern wie der börsennotierten Gesellschaft Tradedoubler (2.000 Merchants, mehr als 115.000 Publisher), der zu United Internet gehörenden Affilinet (2.500 Merchants, mehr als 700.000 Publisher) oder dem zu Axel Springer gehörenden europäischen Marktführer Zanox (4.300 Merchants, mehr als 1,3 Mio. Publisher). Vor allem in den USA ist ebenfalls das Netzwerk CJ Affiliate von großer Bedeutung (3.000 Merchants, 500.000 Publisher). Daneben konkurriert Webgains mit Nischenanbietern wie Affiliate Future, einem Netzwerk, das sich auf die Flug- und Reiseindustrie spezialisiert hat. Ferner existieren Meta-Netzwerke (adgoal, skimlinks), die die verschiedenen Affiliate-Netzwerke nochmals bündeln. Sie stellen jedoch keine klassischen Konkurrenten von Webgains dar, sondern sind (dafür zu entlohnende) Partner in der Vermittlung von Werbekampagnen an Sub-Affiliates.

Die Marktführer im Affiliate-Marketing wie Zanox, Affilinet oder CJ Affiliate verlangen für die Neuaufnahme eines Merchants in der Regel hohe einmalige Setup-Gebühren. Die Verhandlungsbasis dafür liegt bei Zanox bei etwa 4.800 Euro, bei Affilinet sowie CJ Affiliate bei etwa 3.000 Euro. Während Zanox und CJ Affiliate zusätzlich eine monatliche Gebühr von rd. 300 Euro verlangen, entstehen dem Merchant bei Affilinet keine weiteren Fixkosten. Bei Webgains beträgt die einmalige Setupgebühr 500 Euro (Verhandlungsbasis). Zudem fällt eine Admingebühr von etwa 100 Euro pro Merchant und Monat an.

Aufgrund der Masse, Reichweite und Qualität ihrer Affiliates haben die großen Netzwerke ihre nicht-erfolgsabhängigen Gebühren bis heute erfolgreich aufrecht erhalten können. Neben der Deckung ihrer Verwaltungskosten pro Merchant soll dadurch vor allem eine Form der Selbstselektion herbeigeführt werden. Nach Möglichkeit sollen nur solche werbetreibenden Unternehmen neu auf die Plattform kommen, die ihren Kampagnen einen großen, über den Fixkosten liegenden Erfolg zutrauen. Bei kleinen Netzwerken ist die Anmeldung für Merchants hingegen meist kostenfrei. Im Umkehrschluss bestehen kaum Exklusivbeziehungen zu Merchants, die nur bei einem Netzwerk angemeldet sind. Die Wechselkosten sind als gering zu bezeichnen. Für Affiliates sind Wechselkosten quasi nicht existent.

Im Grunde bestehen somit nur geringe Markteintrittsbarrieren beim Aufbau eines Affiliate-Netzwerks. Die Erfolgsbarriere, auf beiden Seiten (Merchants und Publisher) ein hinreichend großes, qualitativ hochwertiges Portfolio aufzubauen, ist jedoch in den letzten Jahren gestiegen. Für neu in den Markt eintretende Unternehmen stellt dies einen Wettbewerbsnachteil dar, sodass nach einer Konsolidierungswelle zwischen 2010 und 2012 kaum neue (nicht-spezialisierte) Anbieter in den Markt gekommen sind.

### Charakteristika des Webgains-Netzwerks

Bei Webgains treffen über 2.000 werbetreibende Unternehmen (Merchants) auf rund 200.000 Websitenbetreiber (Publisher) aus zwölf verschiedenen Ländern (UK, Deutschland, Frankreich, Spanien, USA, Irland, Italien, den Niederlanden, Schweden, Dänemark, Australien sowie Polen). Geographisch liegt der Fokus auf UK, wo rd. 75% der Umsätze erzielt werden. Weitere wichtige Märkte sind Deutschland mit 12% Umsatzanteil sowie die USA mit 8%.

Im abgelaufenen Geschäftsjahr konnte Webgains den Umsatz um 33,1% erhöhen, damit weiter Marktanteile gewinnen und erstmals die 40 Mio. Euro-Marke überschreiten. Das Affiliate-Marketing behauptete sich einmal mehr als Wachstumsmotor der ad pepper Gruppe. Webgains, 2004 gegründet und seit 2006 Teil des Konzerns, überzeugte in der Vergangenheit durch eine äußerst dynamische, über dem Marktwachstum liegende Topline-Entwicklung (CAGR08-15: 20,3%). Heute gehört das Netzwerk in UK zu den Top-3 Unternehmen der Branche hinter dem Marktführer Zanox (Axel Springer) und Affilinet (United Internet).

Einen Großteil seiner Umsätze verdient Webgains erfolgsabhängig als Funktion davon, wie effektiv Publisher ihren eigenen Traffic auf die Websites der Merchants weiterleiten und ob dort Transaktionen erfolgreich abgeschlossen werden. Lediglich rund 20% des Umsatzes sind fixe Erträge aus Setup- und Admingebühren.

Publisher können auf der Plattform zwischen verschiedenen Werbemitteln (Banner, Textlinks) der Merchants auswählen und platzieren jene auf ihren Websites, von denen sie sich in Bezug auf ihre Nutzerklientel und Inhalte die höchste Konversion versprechen. Gelangt ein Nutzer über den Werbemittelkontakt zum Webshop eines Merchants und schließt dort erfolgreich einen Kauf ab, stellt Webgains dies anhand von Cookies fest. Für den erfolgreich vermittelten Kunden erhält der Publisher vom Verkäufer eine Provision. Auch Webgains erhält eine Provision (siehe nachfolgende Grafik).

Quelle: Unternehmen

## Wettbewerbsvorteile: Kritische Masse als Erfolgsbarriere

In Bezug darauf, wie erfolgreich ein Netzwerkbetreiber im Affiliate-Marketing ist, entscheidet die Größe. Kleine Affiliate-Netzwerke haben beim Matching von werbetreibenden Unternehmen mit zu ihnen passenden Publishern einen Wettbewerbsnachteil. Es ist für die Konversion von hoher Bedeutung, dass der Kontext, in dem Content-Publisher Werbekampagnen einbinden, möglichst genau zum beworbenen Produkt passt. Ein Blogger zum Thema „gesunde Ernährung" wird mit einer Pepsi-Kampagne wenig Erfolg haben. Daher steigt der Nutzen des Netzwerks für einen Publisher mit der Anzahl teilnehmender Merchants, da sich gleichzeitig die Vielfalt verfügbarer Kampagnen erhöht. Für die Merchants steigt der Nutzen vice versa, wenn mehr Publisher am Netzwerk teilnehmen. Für den Plattformbetreiber, der bereits eine hinreichend große Zahl an kampagnenstarken Merchants gewinnen konnte, stellt letztlich jedoch die Zahl der akquirierbaren, performanten Publisher den Engpass bei der Realisierung weiterer Umsatzzuwächse dar.

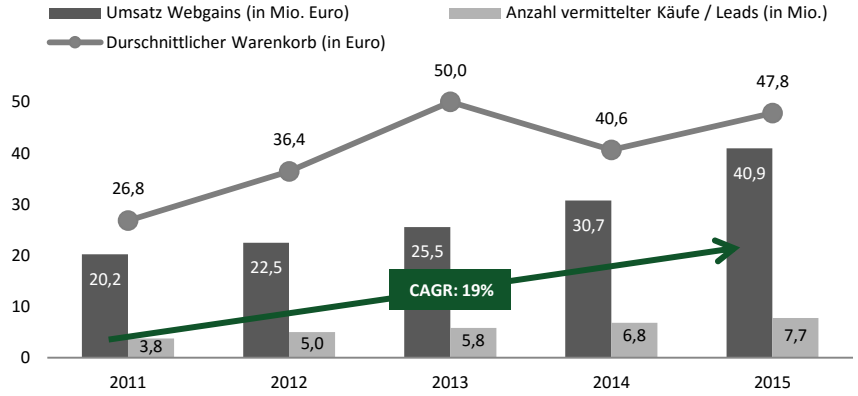
Webgains verfügt bei der Zahl angeschlossener Publisher und Merchants über die notwendige kritische Masse, um auch in Zukunft relevant zu sein. In der letzten Dekade hat sich das Unternehmen eine führende Wettbewerbsposition im UK-Markt aufgebaut und ebenfalls in Deutschland sowie den USA Anschluss gefunden. Bei ansonsten niedrigen Markteintrittsbarrieren und geringer Kapitalintensität stellen die Anzahl und Qualität der Netzwerkteilnehmer im Affiliate-Marketing die einzige Erfolgsbarriere dar, die neu in den Markt eintretende Unternehmen nur schwer reproduzieren können.

Als Risikofaktor für die gute Wettbewerbsqualität von Webgains würden wir eine bisher nicht visible Abschwächung des Marktwachstums im Bereich der Onlinewerbung (CAGR15-19: 12%; Quelle: McKinsey&Company) sowie der E-Commerce-Volumina (CAGR15-19: 10% in UK; Quelle: eMarketer) einstufen. Dies hätte u. E. zur Folge, dass bedeutende Merchants ihre Netzwerkprovisionen härter verhandeln würden und Margendruck aufkommen könnte. Bei historisch intaktem Wachstumstrend konnten die Netzwerkprovisionen jedoch seit vielen Jahren unverändert auf dem Niveau von 30% beibehalten werden. Großkunden (wie z. B. Nike bei Webgains) erhalten jedoch bereits heute deutlich bessere Konditionen.

Zur Verteidigung der guten Wettbewerbsposition sollte das Unternehmen die hohe Service- und Beratungsqualität in Verbindung mit kurzen Reaktionszeiten bei Problemfällen aufrechterhalten. Das detaillierte Reporting über den Erfolg der Werbekampagnen, das Webgains den Kunden zur Verfügung stellt, können diese seit März 2016 auch über die unternehmenseigene App abrufen.

Zusammenfassend hat es der Mix aus gutem Service sowie einem erstarkten Publisher- und Merchantportfolio Webgains ermöglicht, in den vergangenen vier Jahren deutlich schneller zu wachsen (CAGR11-15: 19%, siehe nachfolgende Grafik) als das E-Commerce-Volumen in UK oder der globale Onlinewerbemarkt. Die gute Wettbewerbsqualität äußert sich u. E. in diesen Marktanteilsgewinnen.

**Umsatzentwicklung Webgains 2011-2015**




Quelle: Unternehmen

## FINANZEN

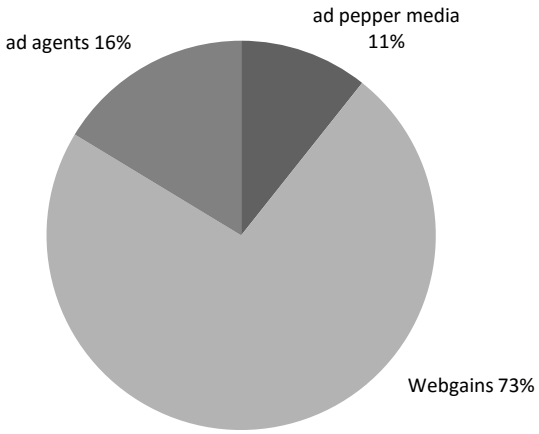
### Jüngste Performance

Am 24. März hat ad pepper den Geschäftsbericht für das Geschäftsjahr 2015 vorgelegt.

Das Unternehmen steigerte den Umsatz in 2015 um 18,5% auf 56,0 Mio. Euro. Das Segment Webgains übertraf erstmals die Marke von 40 Mio. Euro und stellte mit einem Umsatzplus von 33,1% erneut seine Rolle als Wachstumsmotor der Gruppe unter Beweis.

Ergebnisseitig erreichte ad pepper ein Vorsteuerergebnis von 0,4 Mio. Euro. Exkludiert man den Gewinn aus dem Verkauf des Email-Marketinggeschäfts (Globase) wurde ein leicht positives Ergebnis und damit der angestrebte Turnaround geschafft. Infolge der dynamischen Entwicklung Webgains (CAGR08-15: 20,3%) und der Portfoliobereinigung im ehemals größten Segment ad pepper media stellt das Affiliate-Marketing mit einem Umsatzanteil von 73% heute das dominierende Geschäftsfeld des Konzerns dar (siehe nachfolgende Grafik). Die Tendenz ist dabei weiter steigend.

**Umsätze nach Geschäftsbereichen 2015**




Quelle: Unternehmen

Am 19. April hat ad pepper zudem vorläufige Zahlen für das erste Quartal berichtet, die ergebnisseitig stark ausgefallen sind. Der Umsatz erhöhte sich um 24,3% auf 14,4 Mio. Euro. Das EBIT erreichte mit 0,6 Mio. Euro den besten Wert, den ad pepper je in einem ersten Quartal erzielen konnte. Wesentlicher Umsatz- und Ergebnistreiber war erneut das Segment Webgains. Den vollständigen Q1-Bericht legt ad pepper am 13. Mai vor.

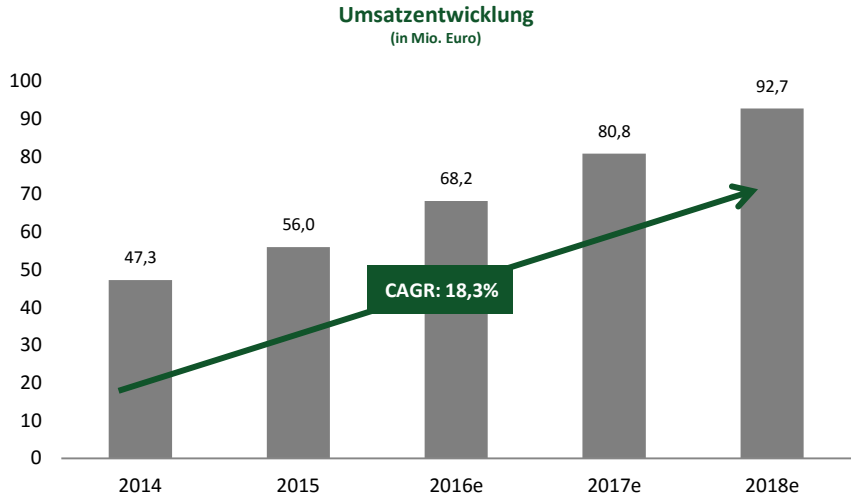
### Umsatzentwicklung / Guidance

Die nicht-fortgeführten Geschäftsaktivitäten (Globase, ad pepper media UK) generierten in 2015 noch einen Umsatzbeitrag von 1,5 Mio. Euro, der in 2016 wegfallen wird. Zudem dürfte die Entwicklung des Britischen Pfunds, das derzeit gegenüber dem Euro abwertet, den berichteten Umsatz von Webgains in geringem Maße negativ beeinflussen. Ungeachtet dessen erwartet das Management im laufenden Geschäftsjahr einen Konzernumsatz von über 60 Mio. Euro. Unter Berücksichtigung der eingestellten Aktivitäten entspräche dies einem Zuwachs von über 10%.

Wir halten diese Prognose für gut erreichbar und erwarten im laufenden Geschäftsjahr einen Umsatz von 68,2 Mio. Euro. Dies beruht primär auf der Annahme, dass **Webgains** weiter Marktanteile gewinnen wird und in 2016 einen Umsatz in Höhe von 54,0 Mio. Euro (+32,0%) ausweist. Wir gehen davon aus, dass der Segmentumsatz bis 2018 auf 77,0 Mio. Euro ansteigt. Der Umsatzanteil von Webgains würde sich dann von derzeit knapp 75% auf über 80% erhöhen und das Segmentergebnis die Ertragslage ad peppers wesentlich bestimmen. Für **ad pepper media** erwarten wir im Hauptgeschäftsfeld der Lead-

Generierung bis 2018 ein Wachstum etwa im Gleichschritt mit den weltweiten Onlinewerbeausgaben. Für das Agenturgeschäft **(ad agents)** sind wir weniger optimistisch. Wir haben im Modell jedoch eine weitgehend stabile Entwicklung angenommen.

In Summe dürfte es ad pepper gelingen, den Umsatz bis 2018 auf 92,7 Mio. Euro ggü. 2014 nahezu zu verdoppeln (+96%). Das folgende Diagramm illustriert die erwartete Entwicklung.




Quelle: Unternehmen, Montega

## Deutlich unterproportionale Entwicklung der Personalkosten in Aussicht

Die **wichtigsten Kostenpositionen** sind bei ad pepper die Herstellungskosten, Vertriebskosten und Verwaltungskosten.

Die **Herstellungskosten** bestehen primär aus Provisionen an die Publisher sowie Aufwendungen für Werbeflächen im Internet. Zusätzlich sind hier die Kosten für die eingesetzte Ad-Server-Technologie sowie geringe zugehörige Personalkosten enthalten.

Die **Vertriebskosten** umfassen sämtliche Aufwendungen, die in Verbindung mit der Kunden- und Auftragsakquise stehen. Damit entfällt der Großteil des Personalaufwands (in 2015: 70% des gesamten Personalaufwands von 12,3 Mio. Euro) auf diesen Bereich.

Die **Verwaltungskosten** beinhalten schwerpunktmäßig weitere Personalaufwendungen, die Vorstandsvergütung, Beratungs- und Prüfungskosten sowie Raummieten.

Bzgl. der Entwicklung der Kostenstruktur erwarten wir, dass die hohe Umsatzdynamik im Segment Webgains zu einer weiteren Skalierung des Geschäftsmodells führt. Wir glauben, dass Rückgänge in der Rohertragsmarge dadurch überkompensiert werden. Es ist bislang nicht visibel, dass höhere, über die Plattform vermittelte Transaktionsvolumina künftig proportional mit der Einstellung neuer Mitarbeiter unterlegt werden müssen. Bestärkt sehen wir uns in dieser Ansicht dadurch, dass Webgains zwischen 2012 und 2015 den Umsatz auf 40,9 Mio. Euro nahezu verdoppeln konnte (+82%) – bei gleichbleibender Beschäftigtenzahl (82 Mitarbeiter).

Derzeit sind bei Webgains 83 Mitarbeiter beschäftigt, davon 3 Geschäftsführer, 12 Sales-Mitarbeiter, 55 Account Manager für Publisher und Merchants, 8 Mitarbeiter im Bereich IT sowie 5 Mitarbeiter im Bereich Finance. Wir rechnen bis 2018 mit einem Personalaufbau auf 88 Mitarbeiter, was genügen dürfte, um mehr als 70 Mio. Euro Umsatz über die Plattform abzuwickeln.

Da bei ad pepper die Personalkosten mit beinahe 80% die OPEX dominieren, werden Rohertragssteigerungen im Zuge der abgeschlossenen Neuausrichtung des Unternehmens weg vom personalintensiven Agentur- hin zum skalierbaren Plattformgeschäft einen deutlich positiveren Ergebniseffekt haben als früher. Mittelfristig sehen wir EBIT-Margen über 4% als gut erreichbar an und gehen bis 2018 vor einer Steigerung der Marge auf 4,6% aus (siehe Tabelle).

| Margenentwicklung | 2015 | 2016e | 2017e | 2018e |
|---|---|---|---|---|
| Rohertrag | 28,3% | 25,6% | 24,1% | 22,6% |
| Vertriebskosten | 18,9% | 14,2% | 12,6% | 11,5% |
| Verwaltungskosten | 11,4% | 8,1% | 7,5% | 6,7% |
| Sonstige Erträge | 2,4% | 0,2% | 0,3% | 0,1% |
| **EBIT-Marge** | **0,4%** | **3,5%** | **4,3%** | **4,6%** |

Quelle: Unternehmen, Montega

Die avisierte Margenverbesserung basiert dabei auf den folgenden Annahmen:

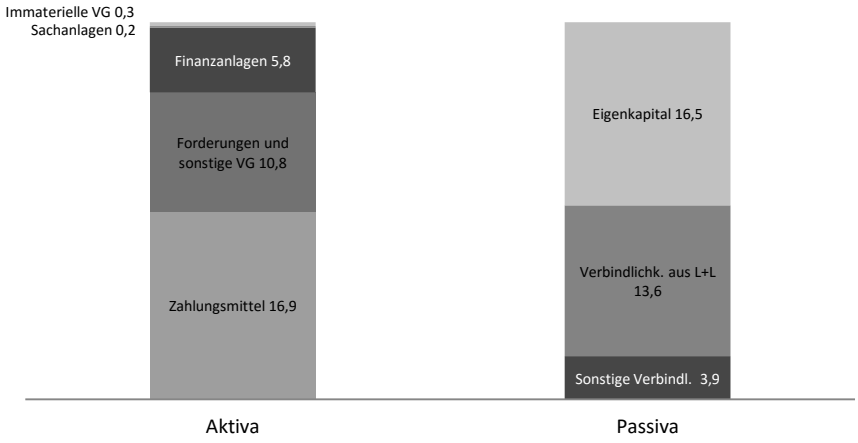
- **Rohertrag**: Im Zuge des dynamischen Wachstums im Affiliate-Marketing gehen wir davon aus, dass einige Merchants in neue Größenordnungen vorstoßen und anschließend niedrigere Netzwerkprovisionen aushandeln. Es ist üblich, dass bedeutende Kunden (wie Nike oder Samsung bei Webgains) nicht die vollen 30% Netzwerkprovision bezahlen, sondern nur einen geringeren Prozentsatz. Deshalb erwarten wir auf Konzernebene einen Rückgang der Rohertragsmarge um rd. 570BP auf 22,6% bis 2018.

- **Vertriebs- und Verwaltungskosten:** Die OPEX werden zu knapp 80% von den Personalaufwendungen dominiert. Aufgrund der Skalierbarkeit des Plattformgeschäftsmodells dürften die Personalkosten signifikant langsamer ansteigen als der Rohertrag. Resultierend dürfte die Quote aus Vertriebs- und Verwaltungskosten am Umsatz bis 2018 um rd. 12PP fallen und damit den Rückgang der Rohertragsmarge überkompensieren.

## Bilanz

Die Bilanz ist mit einer Eigenkapitalquote von 48,5% als solide zu bezeichnen. Ein wesentlicher Teil des Vermögens sind Forderungen aus Lieferungen und Leistungen (10,0 Mio. Euro), die größtenteils aus Provisionsansprüchen gegen Merchants hervorgehen. Der größte **Aktivposten** sind die liquiden Mittel, die mit 16,9 Mio. Euro rd. 50% der Bilanzsumme von 34,0 Mio. Euro repräsentieren. In den Finanzanlagen sind zusätzlich 5,5 Mio. Euro Wertpapiere und Festgelder enthalten, sodass ad pepper effektiv per Ende Dezember über Liquiditätsreserven von 22,4 Mio. Euro verfügt (Q1/16: 19,6 Mio. Euro).

**Bilanzstruktur (in Mio. Euro) per 31.12.2015**




Quelle: Unternehmen

Die geringe Kapitalintensität des (Plattform-)Geschäftsmodells kommt in der vernachlässigbaren Höhe der immateriellen Vermögenswerte (0,3 Mio. Euro) und der Sachanlagen (0,2 Mio. Euro) zum Ausdruck.

Auf der **Passivseite** dominieren neben dem Eigenkapital die Verbindlichkeiten aus Lieferungen und Leistungen (13,6 Mio. Euro). Sie beinhalten vor allem Provisionen an Affiliates, die noch nicht ausbezahlt wurden. Webgains bedient die Affiliates mit einer zeitlichen Latenz zur Vereinnahmung der Provisionen von den Merchants. Dies führt auf Konzernebene zu einer negativen Net-Working-Capital-Quote (zuletzt: -6,5% vom Umsatz). Effektiv erfolgt eine Vorfinanzierung der Umsätze über die Plattform durch die Affiliates.

Die sonstigen Verbindlichkeiten setzen sich überwiegend aus Bonansprüchen, Umsatzsteuerverbindlichkeiten und ausstehenden Rechnungen zusammen. Bankschulden hat ad pepper keine. Zusammenfassend ergibt sich eine sehr komfortable Liquiditätssituation und das Management hat die nötige Flexibilität, sich am Markt bietende M&A-Opportunitäten nutzen zu können. Vorstellbar wäre in dieser Hinsicht eine Vertiefung der Wertschöpfungskette durch Integration eines Publishers.

## BEWERTUNG

### DCF-Modell

Die Umsatz- und Ergebnisplanung des DCF-Modells entspricht der im Bereich Finanzen erläuterten Entwicklung.

Das verwendete Beta von 1,3 reflektiert das vergleichsweise hohe systematische Risiko, da ad pepper als Technologieunternehmen permanent dem Risiko einer disruptiven Innovation ausgesetzt ist.

Unter der Annahme einer langfristigen Fremdkapitalquote von 30% sowie unseren allgemeingültigen Prämissen bezüglich der risikolosen Verzinsung und der Marktrendite ergibt sich ein WACC von 9,1%.

Zur Ermittlung des Terminal Value wurden eine ewige Wachstumsrate von 3,0% und eine EBIT-Marge von 4,3% unterstellt.

Für die Aktie von ad pepper ermittelt sich somit aus dem DCF-Modell ein fairer Wert von 3,20 Euro.

## DCF Modell

| Angaben in Mio.Euro | 2016e | 2017e | 2018e | 2019e | 2020e | 2021e | 2022e | Terminal Value |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| **Umsatz** | **68,2** | **80,8** | **92,7** | **103,5** | **112,8** | **120,6** | **126,4** | **130,2** |
| *Veränderung* | *21,8%* | *18,4%* | *14,8%* | *11,7%* | *9,0%* | *6,9%* | *4,8%* | *3,0%* |
| **EBIT** | **2,4** | **3,5** | **4,2** | **4,8** | **5,4** | **5,5** | **5,8** | **5,6** |
| *EBIT-Marge* | 3,5% | 4,3% | 4,6% | 4,7% | 4,8% | 4,6% | 4,6% | 4,3% |
| **NOPAT** | **2,2** | **3,3** | **3,9** | **4,1** | **3,8** | **3,9** | **4,1** | **3,9** |
| **Abschreibungen** | **0,4** | **0,5** | **0,6** | **0,6** | **0,6** | **0,6** | **0,6** | **0,6** |
| *in % vom Umsatz* | *0,6%* | *0,6%* | *0,6%* | *0,6%* | *0,5%* | *0,5%* | *0,4%* | *0,4%* |
| **Liquiditätsveränderung** | | | | | | | | |
| - Working Capital | 0,8 | 0,2 | -0,3 | 0,5 | 0,4 | 0,4 | 0,3 | 0,1 |
| - Investitionen | -0,5 | -0,6 | -0,7 | -0,8 | -0,8 | -0,8 | -0,7 | -0,6 |
| *Investitionsquote* | *0,8%* | *0,8%* | *0,8%* | *0,8%* | *0,7%* | *0,6%* | *0,6%* | *0,4%* |
| **Übriges** | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 |
| **Free Cash Flow** (WACC-Modell) | **2,9** | **3,3** | **3,4** | **4,4** | **4,0** | **4,0** | **4,2** | **4,0** |
| **WACC** | 9,1% | 9,1% | 9,1% | 9,1% | 9,1% | 9,1% | 9,1% | 9,1% |
| Present Value | 2,7 | 2,9 | 2,7 | 3,2 | 2,7 | 2,4 | 2,3 | 32,9 |
| **Kumuliert** | **2,7** | **5,6** | **8,2** | **11,4** | **14,1** | **16,5** | **18,8** | **51,7** |

| Wertermittlung (Mio. Euro) | |
|---|---|
| Total present value (Tpv) | 51,7 |
| Terminal Value | 32,9 |
| Anteil vom Tpv-Wert | 64% |
| Verbindlichkeiten | 0,5 |
| Liquide Mittel | 16,9 |
| **Eigenkapitalwert** | **68,1** |

| Annahmen: Umsatzwachstumsraten und Margenerwartungen | | |
|---|---|---|
| Kurzfristiges Umsatzwachstum | 2016-2019 | 14,9% |
| Mittelfristiges Umsatzwachstum | 2016-2021 | 12,1% |
| Langfristiges Umsatzwachstum | ab 2023 | 3,0% |
| EBIT-Marge | 2016-2019 | 4,3% |
| EBIT-Marge | 2016-2021 | 4,4% |
| Langfristige EBIT-Marge | ab 2023 | 4,3% |

| | |
|---|---|
| Aktienzahl (Mio.) | 21,07 |
| **Wert je Aktie (Euro)** | **3,23** |
| **+Upside / -Downside** | **28%** |
| **Aktienkurs (Euro)** | 2,53 |

| Modellparameter | |
|---|---|
| Fremdkapitalquote | 30,0% |
| Fremdkapitalzins | 7,0% |
| Marktrendite | 9,0% |
| risikofreie Rendite | 2,50% |
| Beta | 1,30 |
| WACC | 9,1% |
| ewiges Wachstum | 3,0% |

| Sensitivität Wert je Aktie (Euro) | ewiges Wachstum | | | | |
|---|---|---|---|---|---|
| WACC | 2,25% | 2,75% | **3,00%** | 3,25% | 3,75% |
| 9,64% | 2,91 | 3,00 | 3,05 | 3,11 | 3,23 |
| 9,39% | 2,98 | 3,08 | 3,14 | 3,20 | 3,33 |
| **9,14%** | 3,06 | 3,17 | **3,23** | 3,30 | 3,45 |
| 8,89% | 3,15 | 3,27 | 3,34 | 3,41 | 3,58 |
| 8,64% | 3,24 | 3,37 | 3,45 | 3,53 | 3,72 |

| Sensitivität Wert je Aktie (Euro) | EBIT-Marge ab 2023e | | | | |
|---|---|---|---|---|---|
| WACC | 3,80% | 4,05% | **4,30%** | 4,55% | 4,80% |
| 9,64% | 2,89 | 2,97 | 3,05 | 3,13 | 3,21 |
| 9,39% | 2,97 | 3,05 | 3,14 | 3,22 | 3,31 |
| **9,14%** | 3,05 | 3,14 | **3,23** | 3,32 | 3,41 |
| 8,89% | 3,15 | 3,24 | 3,34 | 3,43 | 3,53 |
| 8,64% | 3,25 | 3,35 | 3,45 | 3,55 | 3,65 |

Quelle: Montega

## UNTERNEHMENSHINTERGRUND

ad pepper media International N.V. ist ein führender Online-Werbevermarkter mit Fokus auf Performance-Marketing. Das Unternehmen ist international tätig und betreut mit 160 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- und Affiliate-Marketing individuelle und effiziente Lösungen, die nahezu die gesamte Palette der Online-Werbung abdecken.

In der Vergangenheit wies ad pepper eine relativ hohe M&A-Aktivität auf und beteiligte sich immer wieder an Technologie-Unternehmen aus der digitalen Werbedienstleistungsbranche. Nach einer erfolgreich abgeschlossenen Restrukturierung tritt ad pepper nun fokussiert auf, behält sich jedoch vor, weiter opportunistisch Zukäufe zu tätigen oder gegebenenfalls auch Geschäftsbereiche zu veräußern.

### Historie

**1999** Gründung der ad pepper media durch Ulrich Schmidt und vier weitere Gründungsgesellschafter

**2000** Börsengang: Die Aktiengesellschaft wird im Prime Standard an der Frankfurter Börse gelistet

**2002** ad pepper beteiligt sich für 1,2 Mio. Euro zu 25,1% am Werbedienstleister Falk eSolutions

**2005** ad pepper erwirbt für 3,4 Mio. Euro eine Beteiligung in Höhe von 8,0% an dMarc, einem auf Radio-Werbung spezialisierten Unternehmen

**2006** ad pepper übernimmt den eMail-Werbedienstleister Globase für 0,3 Mio. Euro

ad pepper übernimmt das Affiliate-Netzwerk Webgains für 4,1 Mio. Euro

**2007** Der anorganische Wachstumskurs wird mit dem Kauf des Ad-Serving-Spezialisten emediate fortgesetzt. Der Kaufpreis liegt bei 4,8 Mio. Euro

ad pepper beteiligt sich für 0,3 Mio. Euro zu 60,0% an ad agents. ad agents ist auf Suchmaschinenwerbung (SEO/SEM) ausgerichtet

**2008** Die Beteiligungen an Falk eSolutions und dMarc werden veräußert. Für Falk erhält ad pepper 7,8 Mio. Euro, für die Anteile an dMarc 22,1 Mio. Euro

**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

**2013** ad pepper verkauft emediate für 7,4 Mio. Euro

**2015** ad pepper verkauft Globase für 0,8 Mio. Euro

### 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.

| ad pepper media International N.V. | | |
|---|---|---|
| ad pepper media | webgains Ltd | ad agents GmbH |
| ad pepper media GmbH | | |
| ad pepper media UK Ltd. | | |
| ad pepper media France S.A.R.L. | | |
| ad pepper media Spain S.A. | | |
| ad pepper media USA LLC | | |

Quelle: Unternehmen

## Segmentbetrachtung

Das operative Geschäft gliedert sich in drei Segmente:

- ad pepper media
- Webgains
- ad agents

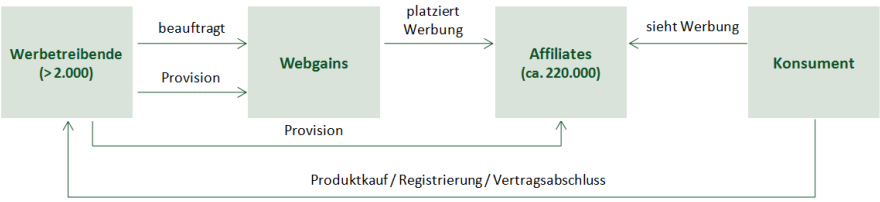
**Segment ad pepper media**

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, trägt dieses Segment heute allerdings nur noch 9% zum Konzernumsatz bei. Im Segment ad pepper media wird man sich in Zukunft auf das Produkt iLead konzentrieren, das nachfolgend vorgestellt wird.

**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 20.000 durchgeführten Kampagnen weltweit sowie mehr als 1 Mio. generierten qualifizierten Leads pro Monat vorweisen.

**Segment 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 2.000 Werbetreibende (Merchants) und 200.000 Affiliates in Großbritannien, Frankreich, Deutschland, den Niederlanden, Schweden, Dänemark, Spanien und den USA sind 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 (siehe Darstellung auf der nächsten Seite). Die Bezahlung erfolgt überwiegend erfolgsabhängig, d.h. ad pepper erhält für erfolgreich abgeschlossene Produktkäufe oder Vertragsabschlüsse eine Provision. In geringerem Umfang (ca. 20% des Segmentumsatzes) erlöst Webgains fixe Gebühren wie bei Anmeldung eines neuen Merchants eine Setup-Gebühr (ca. 500 Euro) sowie monatliche Admingebühren in der Größenordnung von 100 Euro.




Quelle: Unternehmen

Dank seines dynamischen Wachstums hat sich Webgains in den letzten Jahren zum umsatzstärksten Segment der ad pepper-Gruppe entwickelt. Noch ist die Marke vor allem in Großbritannien präsent, jedoch sollen künftig auch die wichtigen E-Commerce-Märkte Deutschland und USA weiter erschlossen werden.

**Segment ad agents**

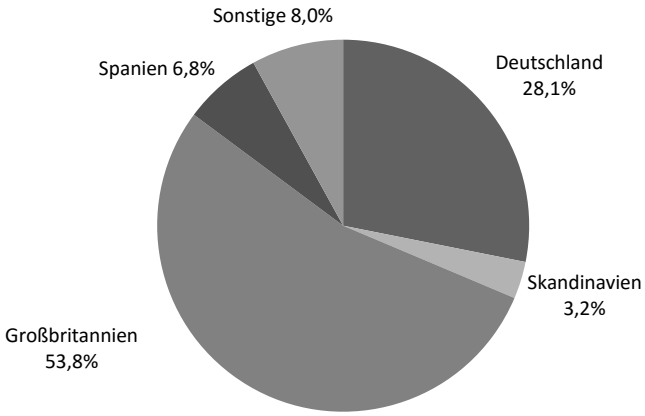
Das Konzern-Segment **ad agents** ist spezialisiert auf Suchmaschinen-Marketing (SEM), Suchmaschinen-Optimierung (SEO) und Performance-Marketing in allen digitalen Kanälen. Gerade in sozialen Medien wie Facebook und Twitter ist eine zielgruppenorientierte Ansprache gut möglich, jedoch fehlt vielen Produktanbietern hier das Know-How bezüglich der zahlreichen Möglichkeiten und Formate, die nutzbar gemacht werden können.

Zu den Kunden zählen bekannte Unternehmen aus den Branchen Versandhandel, Finanzen, Reisebranche 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.

## Umsatz nach Regionen

Der Konzern ist zwar international ausgerichtet und betreut Kunden aus mehr als 50 Ländern, jedoch liegt der Fokus gemessen an den Umsatzbeiträgen klar auf Großbritannien, Deutschland und Spanien. Zukünftiges Wachstumspotenzial wird im deutschen Markt und vor allem auch in den USA gesehen. Insbesondere die Konzerntochter Webgains möchte hier stärker an den wachsenden E-Commerce-Volumina partizipieren. In 2015 konnten die größten Umsatzzuwächse im Kernmarkt UK erzielt werden, während die anderen Regionen eher stagnierten. Aktuell stellt sich der Umsatz nach Regionen folgendermaßen dar.

**Umsatz nach Regionen**




Quelle: Unternehmen

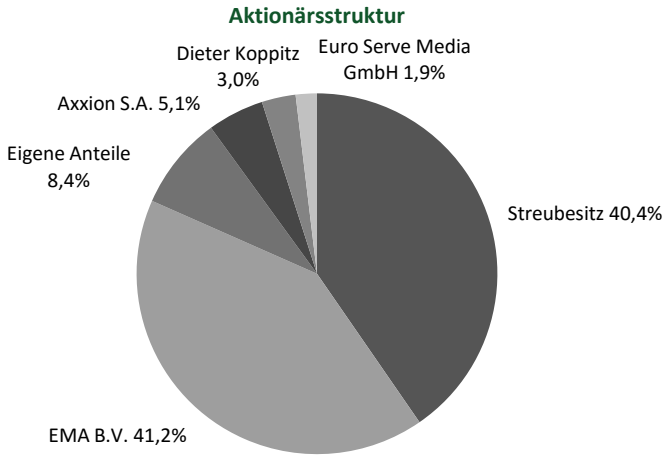
## Management

**Dr. Ulrike Handel** ist seit März 2013 CEO der ad pepper media International N.V. Schon seit Mai 2012 war Frau Dr. Handel Mitglied im Aufsichtsrat des Konzerns. Bevor sie zum Unternehmen stieß, war sie bei der Bertsch Innovation Group Mitglied der Geschäftsleitung und verantwortete die Entwicklung der Unternehmensgruppe, die unter anderem in den Bereichen IT, Publishing, Digital und Fashion aktiv ist. Davor war sie 11 Jahre lang in verschiedenen Positionen bei der Axel Springer AG tätig.

**Dr. Jens Körner** ist seit 2006 Mitglied im Vorstand der ad pepper media International N.V. Als CFO verantwortet er den Finanzbereich der Gruppe. 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 41,2% die Electronic Media Advertising (EMA B.V.). 40,4% der Aktien befinden sich im Streubesitz. 8,4% werden von ad pepper selbst gehalten. Die Fondsgesellschaft Axxion hält weitere 5,1%, der Privatmann Dieter Koppitz 3,0%. Die Euroservice Media GmbH besitzt 1,9% der Anteile, Geschäftsführer bei letztgenanntem Unternehmen sowie der EMA B. V. ist der ad pepper-Aufsichtsratsvorsitzende Michael Oschmann.




Quelle: Unternehmen

## ANHANG

| G&V (in Mio. Euro) ad pepper media Int. N.V. | 2013 | 2014 | 2015 | 2016e | 2017e | 2018e |
|---|---|---|---|---|---|---|
| **Umsatz** | **49,6** | **47,3** | **56,0** | **68,2** | **80,8** | **92,7** |
| Herstellungskosten | 28,9 | 31,2 | 40,2 | 50,7 | 61,3 | 71,7 |
| **Bruttoergebnis** | **20,7** | **16,1** | **15,8** | **17,5** | **19,4** | **21,0** |
| Forschung und Entwicklung | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 |
| Vertriebskosten | 15,0 | 12,6 | 10,6 | 9,7 | 10,2 | 10,6 |
| Verwaltungskosten | 10,0 | 7,6 | 6,4 | 5,6 | 6,1 | 6,2 |
| Sonstige betriebliche Aufwendungen | 1,3 | 1,5 | 2,1 | 2,2 | 2,4 | 2,9 |
| Sonstige betriebliche Erträge | 1,6 | 1,7 | 3,1 | 2,3 | 2,7 | 3,0 |
| **EBITDA** | **5,0** | **-3,7** | **0,5** | **2,8** | **4,0** | **4,8** |
| Abschreibungen auf Sachanlagen | 0,2 | 0,1 | 0,1 | 0,2 | 0,2 | 0,3 |
| **EBITA** | **4,7** | **-3,9** | **0,4** | **2,6** | **3,7** | **4,5** |
| Amortisation immaterielle Vermögensgegenstände | 0,0 | 0,1 | 0,2 | 0,2 | 0,2 | 0,3 |
| Impairment Charges und Amortisation Goodwill | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 |
| **EBIT** | **4,7** | **-3,9** | **0,2** | **2,4** | **3,5** | **4,2** |
| Finanzergebnis | 0,6 | -1,3 | 0,2 | 0,2 | 0,2 | 0,3 |
| **Ergebnis der gewöhnlichen Geschäftstätigkeit** | **5,3** | **-5,2** | **0,4** | **2,6** | **3,7** | **4,5** |
| Außerordentliches Ergebnis | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 |
| **EBT** | **5,3** | **-5,2** | **0,4** | **2,6** | **3,7** | **4,5** |
| EE-Steuern | 0,2 | 0,1 | 0,3 | 0,1 | 0,2 | 0,4 |
| Jahresüberschuss aus fortgef. Geschäftstätigkeit | 5,1 | -5,3 | 0,1 | 2,4 | 3,5 | 4,2 |
| Ergebnis aus nicht fortgeführter Geschäftstätigkeit (netto) | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 |
| **Jahresüberschuss vor Anteilen Dritter** | **5,1** | **-5,3** | **0,1** | **2,4** | **3,5** | **4,2** |
| Anteile Dritter | 0,1 | 0,1 | 0,2 | 0,0 | 0,0 | 0,0 |
| **Jahresüberschuss** | **5,0** | **-5,4** | **0,0** | **2,4** | **3,5** | **4,2** |

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

| G&V (in % vom Umsatz) ad pepper media Int. N.V. | 2013 | 2014 | 2015 | 2016e | 2017e | 2018e |
|---|---|---|---|---|---|---|
| **Umsatz** | **100,0%** | **100,0%** | **100,0%** | **100,0%** | **100,0%** | **100,0%** |
| Herstellungskosten | 58,3% | 65,9% | 71,7% | 74,4% | 75,9% | 77,4% |
| **Bruttoergebnis** | **41,7%** | **34,1%** | **28,3%** | **25,6%** | **24,1%** | **22,6%** |
| Forschung und Entwicklung | 0,00% | 0,00% | 0,00% | 0,00% | 0,00% | 0,00% |
| Vertriebskosten | 30,21% | 26,66% | 18,88% | 14,24% | 12,57% | 11,49% |
| Verwaltungskosten | 20,13% | 16,17% | 11,39% | 8,14% | 7,51% | 6,67% |
| Sonstige betriebliche Aufwendungen | 2,65% | 3,12% | 3,78% | 3,20% | 3,00% | 3,10% |
| Sonstige betriebliche Erträge | 3,28% | 3,49% | 5,51% | 3,40% | 3,30% | 3,20% |
| **EBITDA** | **10,0%** | **-7,9%** | **1,0%** | **4,1%** | **4,9%** | **5,2%** |
| Abschreibungen auf Sachanlagen | 0,5% | 0,3% | 0,3% | 0,3% | 0,3% | 0,3% |
| **EBITA** | **9,5%** | **-8,2%** | **0,7%** | **3,8%** | **4,6%** | **4,9%** |
| Amortisation immaterielle Vermögensgegenstände | 0,1% | 0,2% | 0,3% | 0,3% | 0,3% | 0,3% |
| Impairment Charges und Amortisation Goodwill | 0,0% | 0,0% | 0,0% | 0,0% | 0,0% | 0,0% |
| **EBIT** | **9,5%** | **-8,3%** | **0,4%** | **3,5%** | **4,3%** | **4,6%** |
| Finanzergebnis | 1,2% | -2,7% | 0,4% | 0,3% | 0,3% | 0,3% |
| **Ergebnis der gewöhnlichen Geschäftstätigkeit** | **10,7%** | **-11,1%** | **0,8%** | **3,8%** | **4,6%** | **4,9%** |
| Außerordentliches Ergebnis | 0,0% | 0,0% | 0,0% | 0,0% | 0,0% | 0,0% |
| **EBT** | **10,7%** | **-11,1%** | **0,8%** | **3,8%** | **4,6%** | **4,9%** |
| EE-Steuern | 0,4% | 0,2% | 0,5% | 0,2% | 0,2% | 0,4% |
| Jahresüberschuss aus fortgef. Geschäftstätigkeit | 10,3% | -11,3% | 0,2% | 3,6% | 4,4% | 4,5% |
| Ergebnis aus nicht fortgeführter Geschäftstätigkeit (netto) | 0,0% | 0,0% | 0,0% | 0,0% | 0,0% | 0,0% |
| **Jahresüberschuss vor Anteilen Dritter** | **10,3%** | **-11,3%** | **0,2%** | **3,6%** | **4,4%** | **4,5%** |
| Anteile Dritter | 0,3% | 0,2% | 0,3% | 0,0% | 0,0% | 0,0% |
| **Jahresüberschuss** | **10,0%** | **-11,5%** | **-0,1%** | **3,6%** | **4,4%** | **4,5%** |

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

| Bilanz (in Mio. Euro) ad pepper media Int. N.V. | 2013 | 2014 | 2015 | 2016e | 2017e | 2018e |
|---|---|---|---|---|---|---|
| **AKTIVA** | | | | | | |
| Immaterielle Vermögensgegenstände | 0,3 | 0,4 | 0,3 | 0,4 | 0,5 | 0,6 |
| Sachanlagen | 0,2 | 0,2 | 0,2 | 0,2 | 0,3 | 0,4 |
| Finanzanlagen | 14,9 | 6,3 | 5,8 | 5,8 | 5,8 | 5,8 |
| **Anlagevermögen** | **15,5** | **6,9** | **6,3** | **6,5** | **6,6** | **6,8** |
| Vorräte | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 |
| Forderungen aus Lieferungen und Leistungen | 7,1 | 7,7 | 10,0 | 12,2 | 15,0 | 17,3 |
| Liquide Mittel | 12,9 | 13,9 | 16,9 | 20,0 | 23,6 | 27,2 |
| Sonstige Vermögensgegenstände | 0,9 | 1,7 | 0,8 | 0,8 | 0,8 | 0,8 |
| **Umlaufvermögen** | **20,8** | **23,4** | **27,7** | **33,0** | **39,4** | **45,4** |
| **Bilanzsumme** | **36,3** | **30,3** | **34,0** | **39,5** | **46,0** | **52,1** |
| **PASSIVA** | | | | | | |
| **Eigenkapital** | **24,4** | **16,0** | **16,0** | **18,4** | **22,0** | **26,0** |
| **Anteile Dritter** | **0,2** | **0,3** | **0,5** | **0,5** | **0,5** | **0,5** |
| 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 | 8,0 | 9,9 | 13,6 | 16,6 | 19,6 | 21,6 |
| Sonstige Verbindlichkeiten | 3,7 | 4,1 | 3,9 | 3,9 | 3,9 | 3,9 |
| **Verbindlichkeiten** | **11,7** | **14,0** | **17,5** | **20,5** | **23,5** | **25,5** |
| **Bilanzsumme** | **36,3** | **30,3** | **34,0** | **39,5** | **46,0** | **52,1** |

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

| Bilanz (in % der Bilanzsumme) ad pepper media Int. N.V. | 2013 | 2014 | 2015 | 2016e | 2017e | 2018e |
|---|---|---|---|---|---|---|
| **AKTIVA** | | | | | | |
| **Immaterielle Vermögensgegenstände** | 0,8% | 1,4% | 1,0% | 1,1% | 1,1% | 1,1% |
| Sachanlagen | 0,6% | 0,7% | 0,4% | 0,6% | 0,6% | 0,8% |
| Finanzanlagen | 41,2% | 20,8% | 17,1% | 14,7% | 12,6% | 11,2% |
| **Anlagevermögen** | **42,6%** | **22,8%** | **18,6%** | **16,3%** | **14,4%** | **13,0%** |
| Vorräte | 0,0% | 0,0% | 0,0% | 0,0% | 0,0% | 0,0% |
| Forderungen aus Lieferungen und Leistungen | 19,5% | 25,5% | 29,4% | 30,9% | 32,6% | 33,2% |
| Liquide Mittel | 35,5% | 46,0% | 49,8% | 50,6% | 51,2% | 52,3% |
| Sonstige Vermögensgegenstände | 2,3% | 5,6% | 2,4% | 2,1% | 1,8% | 1,6% |
| **Umlaufvermögen** | **57,3%** | **77,1%** | **81,5%** | **83,6%** | **85,6%** | **87,0%** |
| **Bilanzsumme** | **100,0%** | **100,0%** | **100,0%** | **100,0%** | **100,0%** | **100,0%** |
| **PASSIVA** | | | | | | |
| **Eigenkapital** | **67,1%** | **52,7%** | **47,1%** | **46,7%** | **47,8%** | **50,0%** |
| **Anteile Dritter** | **0,7%** | **1,1%** | **1,5%** | **1,3%** | **1,1%** | **1,0%** |
| 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 | 21,9% | 32,6% | 40,1% | 42,0% | 42,6% | 41,5% |
| Sonstige Verbindlichkeiten | 10,3% | 13,6% | 11,5% | 9,9% | 8,5% | 7,5% |
| **Verbindlichkeiten** | **32,2%** | **46,2%** | **51,6%** | **51,9%** | **51,1%** | **49,0%** |
| **Bilanzsumme** | **100,0%** | **100,0%** | **100,0%** | **100,0%** | **100,0%** | **100,0%** |

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

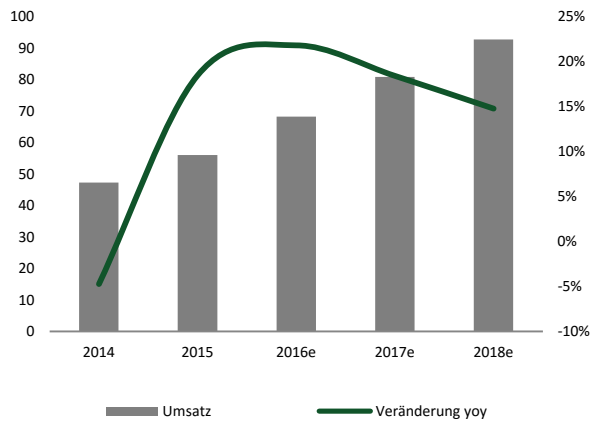
| Kapitalflussrechnung (in Mio. Euro) ad pepper media Int. N.V. | 2013 | 2014 | 2015 | 2016e | 2017e | 2018e |
|---|---|---|---|---|---|---|
| Jahresüberschuss/ -fehlbetrag | 5,1 | -5,3 | 0,1 | 2,4 | 3,5 | 4,2 |
| Abschreibung Anlagevermögen | 0,2 | 0,1 | 0,1 | 0,2 | 0,2 | 0,3 |
| Amortisation immaterielle Vermögensgegenstände | 0,0 | 0,1 | 0,2 | 0,2 | 0,2 | 0,3 |
| Veränderung langfristige Rückstellungen | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 |
| Sonstige zahlungsunwirksame Erträge/Aufwendungen | -8,3 | 1,7 | -1,1 | 0,0 | 0,0 | 0,0 |
| **Cash Flow** | **-2,9** | **-3,4** | **-0,6** | **2,8** | **4,0** | **4,7** |
| Veränderung Working Capital | -1,7 | 1,7 | 2,3 | 0,8 | 0,2 | -0,3 |
| **Cash Flow aus operativer Tätigkeit** | **-4,6** | **-1,7** | **1,6** | **3,6** | **4,2** | **4,4** |
| CAPEX | -0,2 | -0,3 | -0,2 | -0,5 | -0,6 | -0,7 |
| Sonstiges | 4,9 | 1,0 | 3,4 | 0,0 | 0,0 | 0,0 |
| **Cash Flow aus Investitionstätigkeit** | **4,6** | **0,7** | **3,2** | **-0,5** | **-0,6** | **-0,7** |
| Dividendenzahlung | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 |
| Veränderung Finanzverbindlichkeiten | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 |
| Sonstiges | -0,2 | 0,0 | 0,2 | 0,0 | 0,0 | 0,0 |
| **Cash Flow aus Finanzierungstätigkeit** | **-0,2** | **0,0** | **0,2** | **0,0** | **0,0** | **0,0** |
| Effekte aus Wechselkursänderungen | 0,5 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 |
| **Veränderung liquide Mittel** | **-0,2** | **-1,0** | **5,0** | **3,1** | **3,6** | **3,7** |
| **Endbestand liquide Mittel** | **12,9** | **11,9** | **16,9** | **20,0** | **23,6** | **27,2** |

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

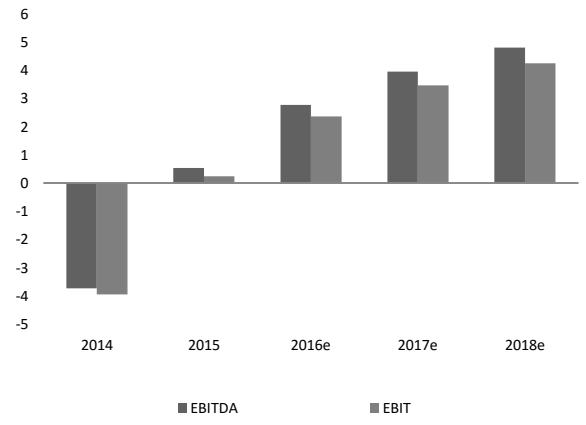
| Kennzahlen ad pepper media Int. N.V. | 2013 | 2014 | 2015 | 2016e | 2017e | 2018e |
|---|---|---|---|---|---|---|
| **Ertragsmargen** | | | | | | |
| Bruttomarge (%) | 41,7% | 34,1% | 28,3% | 25,6% | 24,1% | 22,6% |
| Rohertragsmarge (%) | 100,0% | 100,0% | 100,0% | 100,0% | 100,0% | 100,0% |
| EBITDA-Marge (%) | 10,0% | -7,9% | 1,0% | 4,1% | 4,9% | 5,2% |
| EBIT-Marge (%) | 9,5% | -8,3% | 0,4% | 3,5% | 4,3% | 4,6% |
| EBT-Marge (%) | 10,7% | -11,1% | 0,8% | 3,8% | 4,6% | 4,9% |
| Netto-Umsatzrendite (%) | 10,3% | -11,3% | 0,2% | 3,6% | 4,4% | 4,5% |
| **Kapitalverzinsung** | | | | | | |
| ROCE (%) | 53,4% | -56,0% | 25,1% | -320,4% | -323,9% | -473,4% |
| ROE (%) | 26,9% | -22,1% | -0,2% | 14,8% | 18,6% | 18,5% |
| ROA (%) | 13,7% | -17,9% | -0,1% | 6,2% | 7,7% | 8,0% |
| **Solvenz** | | | | | | |
| Net Debt zum Jahresende (Mio. Euro) | -12,9 | -13,9 | -16,9 | -20,0 | -23,6 | -27,2 |
| Net Debt / EBITDA | -2,6 | n.m. | -31,4 | -7,2 | -6,0 | -5,7 |
| Net Gearing (Net Debt/EK) | -0,5 | -0,9 | -1,0 | -1,1 | -1,0 | -1,0 |
| **Kapitalfluss** | | | | | | |
| Free Cash Flow (Mio. EUR) | -4,9 | -2,0 | 1,4 | 3,1 | 3,6 | 3,7 |
| Capex / Umsatz (%) | 8% | -1% | -3% | 1% | 1% | 1% |
| Working Capital / Umsatz (%) | -1% | -3% | -5% | -6% | -6% | -5% |
| **Bewertung** | | | | | | |
| EV/Umsatz | 0,7 | 0,7 | 0,6 | 0,5 | 0,4 | 0,4 |
| EV/EBITDA | 6,9 | - | 63,3 | 12,3 | 8,6 | 7,1 |
| EV/EBIT | 7,3 | - | 140,1 | 14,5 | 9,9 | 8,0 |
| EV/FCF | - | - | 23,7 | 11,1 | 9,6 | - |
| KGV | 11,0 | - | - | 23,0 | 14,9 | 12,7 |
| P/B | 2,2 | 3,3 | 3,3 | 2,9 | 2,4 | 2,0 |
| Dividendenrendite | 0,0% | 0,0% | 0,0% | 0,0% | 0,0% | 0,0% |

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

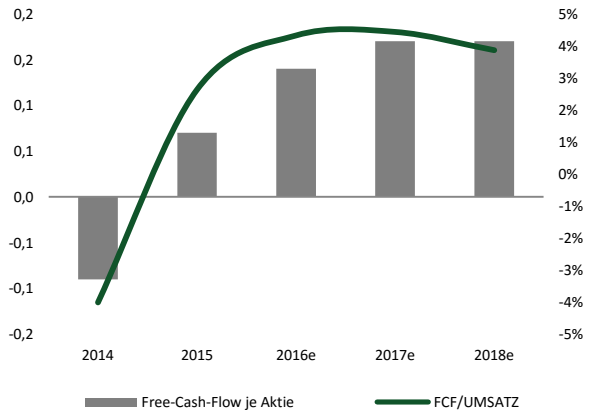
## Umsatzentwicklung



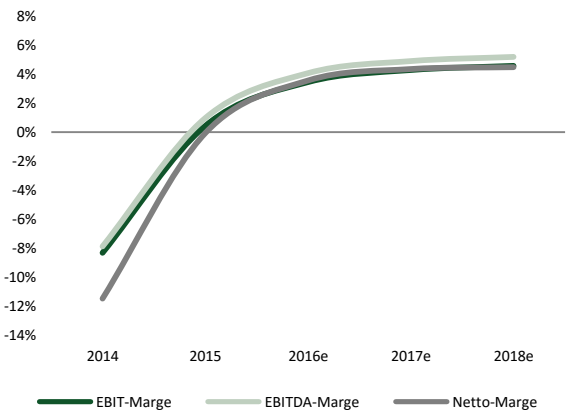

## Ergebnisentwicklung



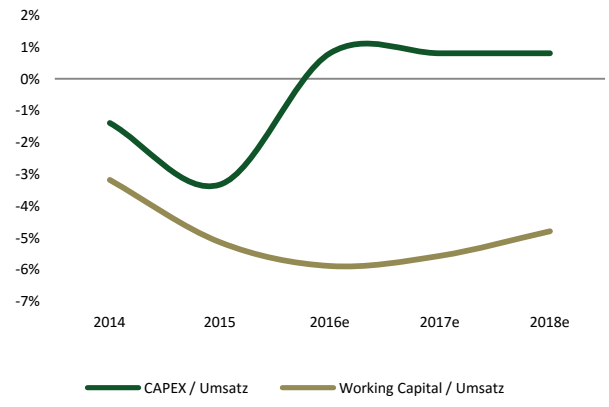

## Free-Cash-Flow Entwicklung



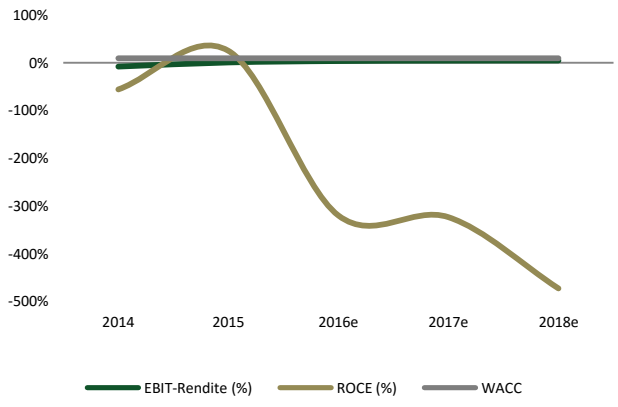

## Margenentwicklung




## Investitionen / Working Capital




## EBIT-Rendite / ROCE



## DISCLAIMER

Dieses Dokument stellt weder ein Angebot noch eine Aufforderung zu einem Kauf oder einem Verkauf irgendwelches Wertpapiers dar. Es dient ausschließlich zu Informationszwecken. Dieses Dokument enthält lediglich eine unverbindliche Meinungsäußerung zu den angesprochenen Anlageinstrumenten und den Marktverhältnissen zum Zeitpunkt der Veröffentlichung des Dokuments. Aufgrund des Inhalts, der der allgemeinen Information dient, ersetzt dieses Dokument bei Anlageentscheidungen nicht die persönliche anleger- und objektgerechte Beratung und vermittelt nicht die für eine Anlageentscheidung grundlegenden Informationen, die in anderen Quellen, insbesondere in ordnungsgemäß genehmigten Prospekten, formuliert sind.
Alle in diesem Dokument verwendeten Daten und die getroffenen Aussagen basieren auf Quellen, die wir für zuverlässig halten. Wir übernehmen jedoch keine Gewähr für deren Richtigkeit oder für deren Vollständigkeit. Enthaltene Meinungsaussagen 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 berechtigte 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 § 34b WpHG und FinAnV über mögliche Interessenkonflikte (Stand: 28.04.2016):** Bei Veröffentlichung dieser Publikation liegen folgende Interessenkonflikte im Sinne der FinAnV vor: Montega AG hat mit diesem Unternehmen eine Vereinbarung über die Erstellung einer Finanzanalyse getroffen. Diese Finanzanalyse wurde vor ihrer Veröffentlichung dem Emittenten zugänglich gemacht.

**Erklärung gemäß § 34b WpHG und FinAnV über zusätzliche Angaben (Stand: 28.04.2016):**
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.

**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% |