

Update

BUY

Target Price: 2,20 EUR

Branche: Online-Marketing
Land: Deutschland
WKN: 940883
Reuters: APME.DE
Webseite: www.adpepper.com

Kurs aktuell: 1,80
Hoch Tief
Kurs 52 W.: 1,95 0,82
Marktkap. (Mio. EUR) 37,3
Anzahl Aktien (in Mio.) 20,7

Aktionäre

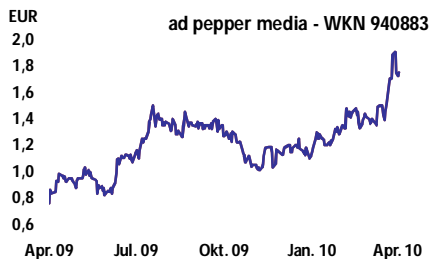
EMA B.V. 41,25 %
Eigene Anteile 9,02 %
U. Schmidt 4,37 %
Grabacap ApS 3,69 %
M.A. Carton 1,44 %
Euroserve Media GmbH 1,33 %

Performance

4 Wochen 27,66%
13 Wochen 56,52%
26 Wochen 38,46%
52 Wochen 136,84%
lfd. Jahr 52,54%

Dividende

	in EUR	in %
2007	0,00	0,00 %
2008	0,00	0,00 %
2009e	0,00	0,00 %
2010e	0,00	0,00 %



Dr. Norbert Kalliwoda

Phone: +49 69 97 20 58 53

E-mail: nk@kalliwoda.com

www.kalliwoda.com

AD PEPPER MEDIA INT. N.V.

Das Wachstum nimmt Fahrt auf

- ad pepper media hat einen vielversprechenden Start in das Jahr 2010 hingelegt. Beim Umsatz konnte ein Plus von 6,9 Prozent unter Berücksichtigung der nicht fortgeführten Aktivitäten verzeichnet werden. Eine Überraschung war, dass ad pepper operativ bereits im ersten Quartal 2010 positive Ergebnisse melden konnte. Das EBITDA betrug TEUR 203 nach TEUR -588 in Q1 2009, während das EBIT leicht positiv war (TEUR 17 ggü. TEUR -1.209). Das Ergebnis vor Steuern lag bei TEUR 420 und das Konzernergebnis bei TEUR 419.
- Die Strategie, sich auf erfolgsabhängige Online-Werbung zu konzentrieren, trägt Früchte. Zusätzlich machen sich die getätigten Kostensenkungen positiv bemerkbar. Die Segmente Webgains und ad agents haben mit einem Zuwachs von 26,6 Prozent bzw. 31,7 Prozent gegenüber dem Vorjahresquartal zum Umsatzwachstum beigetragen. Lediglich das Segment ad pepper media verlor leicht ggü. Q1 2009.
- ad pepper bietet die gesamte Palette im Online-Marketing an und deckt neben den USA alle relevanten europäischen Länder ab, was dem Kunden One-Stop-Shopping ermöglicht. In den USA verzeichnet die Gesellschaft momentan das schnellste Wachstum und ist an zwei Standorten vertreten. Die semantische Targetingtechnologie iSense findet dort erhöhte Akzeptanz. Dies könnte ihr aus unserer Sicht zum Durchbruch in Europa verhelfen.
- Die hohe Eigenkapitalquote von 69 Prozent und die vorhandene Liquidität von ca. 1,00 Euro pro Aktie sorgen für Sicherheit. Setzt sich der positive Trend fort und erzielt ad pepper dauerhaft positive Cash Flows, könnte die überschüssige Liquidität an die Aktionäre ausgeschüttet werden.
- Aufgrund des erfreulichen Verlaufs des ersten Quartals und des positiven Ausblicks haben wir unsere Schätzungen nach oben angepasst und heben das Kursziel auf 2,20 Euro an.

EUR m	2008	2009	2010E	2011E	2012E
Umsatzerlöse	52,64	46,90	50,24	54,00	57,78
EBITDA	-3,65	-0,10	1,54	2,97	4,76
EBIT	2,47	-32,10	0,74	2,27	4,26
Nettoergebnis	2,61	-34,33	1,68	3,50	4,32
EPS	0,24	-1,61	0,07	0,15	0,19
BVPS	2,44	0,94	1,10	1,26	1,54
CFPS	0,32	-0,10	0,11	0,18	0,21
RoE	4,69%	-159,83%	6,69%	12,22%	12,36%
RoS	4,96 %	-73,20 %	3,35 %	6,49 %	7,48 %
EBIT margin	4,70 %	-68,44 %	1,48 %	4,20 %	7,38 %

Inhalt

1	Unternehmensprofil	3
2	Aktuelle Entwicklung	3
3	Aktie	4
4	SWOT	5
5	Absatz-, Rendite- und Ertragsindikatoren	6
6	Finanzteil	7
7	Gewinn- und Verlustrechnung	7
8	Bilanzen	8
9	Kapitalflussrechnung	9
10	Bewertung	10
11	DCF-Modell	10
12	WACC	11
13	Fair Value – Sensitivitäten	11
14	Peer Group Analyse	12
15	Kontakt	13
16	DISCLAIMER	14

1 Unternehmensprofil

Die ad pepper media International N.V. hat ihren Sitz in Amsterdam, Niederlande und wurde 1999 gegründet. Als Management- und Holdinggesellschaft der Gruppe erbringt sie zentrale Tätigkeiten wie Marketing, Controlling und Finance. ad pepper media ist mit 15 Niederlassungen in neun europäischen Ländern und den USA vertreten. Die Kampagnen von ad pepper werden von 236 Mitarbeitern in mehr als 50 Ländern ausgeführt. ad pepper media bietet individuelle Lösungen für semantisches Advertising, Lead Generierung sowie Brand Protection und besitzt ein schnell wachsendes Affiliate-Netzwerk. Kunden von ad pepper sind Media-Agenturen, Werbetreibende und Website-Betreiber. Mit den Bereichen Display, Performance-, E-Mail-, Affiliate- und Suchmaschinen-Marketing sowie Ad Serving wird der Großteil der Services im Bereich Online-Werbung angeboten. Als Spezialist im Bereich Display gegründet, hat sich ad pepper media, insbesondere durch Akquisitionen, zu einem Performance Marketing-Spezialisten entwickelt, der seinen Kunden ebenfalls Lösungen für die Bereiche Branding und E-Mail-Marketing anbietet.

2 Aktuelle Entwicklung

Die Entwicklung der Segmente im Vorjahr setzte sich auch im ersten Quartal 2010 fort. Während Webgains mit 26,6 Prozent und ad agents mit 31,7 Prozent gegenüber dem Vorjahresquartal hohe Wachstumsraten beim Umsatz erzielten, musste das Segment ad pepper media einen Rückgang von -6,1 Prozent hinnehmen. Insgesamt legte der Umsatz um 3,2 Prozent zu. Unter Berücksichtigung der eingestellten Aktivitäten in Italien betrug das Wachstum sogar 6,9 Prozent. Für das zweite Quartal erwartet das Management eine Trendumkehr bei ad pepper media, so dass sich das Wachstum im Laufe des Jahres beschleunigen sollte.

Auch beim Ergebnis konnte sich ad pepper deutlich verbessern und für eine positive Überraschung sorgen. Nach den Verlusten des Vorjahres meldete die Gesellschaft für Q1 ein positives EBITDA von 203.000 Euro. Im Vorjahresquartal lag dieser Wert bei -588.000 Euro. Wir hatten nicht erwartet, dass ad pepper schon im ersten Quartal operativ Break Even erreichen würde. Auch EBIT (17.000 Euro) und das Ergebnis vor Steuern (420.000 Euro) lagen deutlich über den Zahlen des Vorjahresquartals (EBIT -1,2 Mio. Euro und EBT -903.000 Euro).

Das Konzernergebnis betrug 419.000 Euro nach -878.000 im ersten Quartal 2009. Dies entspricht einem Ergebnis pro Aktie von 0,02 Euro (-0,04 Euro in Q1 2009).

Die Eigenkapitalquote liegt bei 69 Prozent, und damit 4 Prozent höher als zum Geschäftsjahresende 2009. Auch die liquiden Mittel der Gesellschaft stiegen leicht an auf 22,7 Mio. Euro. Somit verfügt ad pepper über liquide Mittel von ca. 1 Euro pro Aktie. Bislang wurden keine Akquisitionen in einer Größenordnung von über 5 Mio. Euro getätigt. Diese Strategie soll beibehalten werden, so dass, wenn die Gesellschaft nachhaltig positive Cash Flows erzielt, in nächster Zeit eine Dividende ausgeschüttet werden könnte. Wir halten die Chancen für aussichtsreich, dass ein Teil der Liquiditätsreserve in den nächsten Jahren ausgeschüttet werden kann.

Die Investitionen und die strategische Ausrichtung der vergangenen Jahre mit dem Fokus auf performance-basiertem Online-Marketing scheinen sich auszuzahlen. Zu den positiven Ergebnissen haben auch die Anpassungen auf der Kostenseite beigetragen. Regional fokussiert ad pepper in Europa insbesondere Deutschland, Großbritannien, Frankreich und Spanien. Daneben sind die USA ein wichtiger Markt mit guten Wachstumsaussichten und der momentan am schnellsten wachsende Markt für ad pepper. Nach Aussagen des Managements erfährt die patentierte iSense Technologie für

semantisches Targeting von ad pepper dort deutlich größere Nachfrage als in Europa, insbesondere durch große Werbeagenturen. Da diese großen Agenturen hohe Werbebudgets verwalten, sind sie als Kunde von besonderem Interesse für ad pepper. Das Unternehmen ist daher an der Ost- und Westküste der USA vertreten, um Aufträge zu akquirieren. Sollte sich die iSense Technologie in den USA weiter durchsetzen, dürfte dies einen positiven Effekt auf die Nachfrage in Europa haben und könnte auch hier für höheres Wachstum sorgen.

Wir halten die Strategie, den Fokus auf erfolgsbasierte Werbung zu legen, dabei jedoch alle Services und Produkte anzubieten, nach wie vor für Erfolg versprechend. Als Full-Service Anbieter auf der Produktseite und mit der regionalen Abdeckung aller relevanten Märkte ermöglicht ad pepper den Kunden One-Stop-Shopping. Dies ist besonders für große Kunden mit hohen Werbebudgets wichtig.

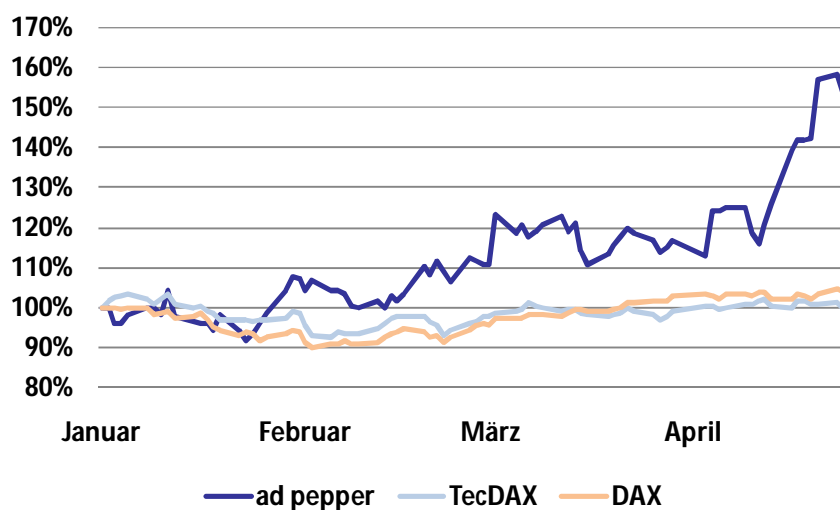
Außerdem sorgt der Trend, Werbebudgets von traditionellen Medien ins Internet zu verlagern, für Wachstum in der Branche. Wir gehen deshalb davon aus, dass ad pepper weiter wachsen wird, sowohl beim Umsatz als auch beim Ergebnis. Sollte das Segment ad pepper media den Turnaround schaffen, wird das Umsatzwachstum zusätzlich beschleunigt.

Nachdem in 2009 die Firmenwerte nahezu komplett abgeschrieben wurden, steht ad pepper bilanziell sehr stabil da. Aufgrund der hohen Eigenkapitalquote von 69 Prozent und der hohen Liquidität von 1,00 Euro je Aktie sehen wir die Gesellschaft auch für eventuelle Krisenzeiten gut gewappnet.

Wir haben unsere Schätzungen nach oben angepasst und empfehlen die Aktie weiterhin zum Kauf.

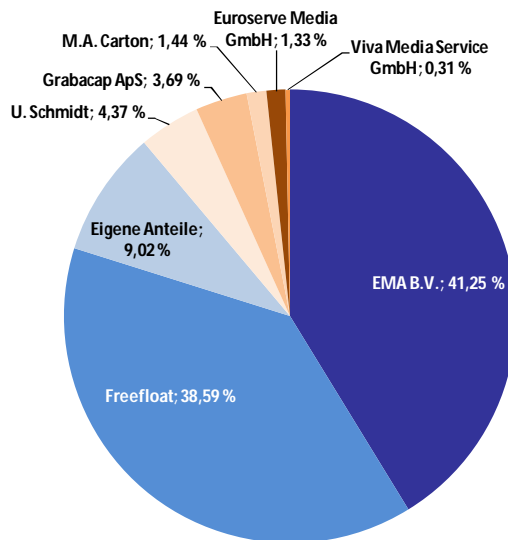
3 Aktie

Die Aktie von ad pepper media zeigt im bisherigen Jahresverlauf eine erfreuliche Performance. Von Anfang Januar bis heute ist der Aktienkurs um ca. 50 Prozent gestiegen. Zum Vergleich: TecDAX und DAX liegen aktuell etwa auf dem gleichen Niveau wie zu Beginn des Jahres. Ihren Tiefpunkt hatte die Aktie von ad pepper Ende Januar bei 1,10 Euro (-8 Prozent gegenüber Jahresbeginn). Seitdem entwickelte sie sich beständig aufwärts, bis Mitte April ein deutlicher Kurssprung folgte. Aktuell liegt sie mit 1,80 Euro leicht unter ihrem Höchststand von 1,90 Euro.



Aktionärstruktur

In der Aktionärstruktur ergaben sich Änderungen seit unserer Initiating Coverage. Der französische Asset Manager Amiral Gestion, der mit einem Anteil von 4,9 Prozent einer der größten Anteilseigner von ad pepper media war, verkaufte seine Anteile im April, so dass sich aktuell die folgende Aktionärstruktur ergibt.



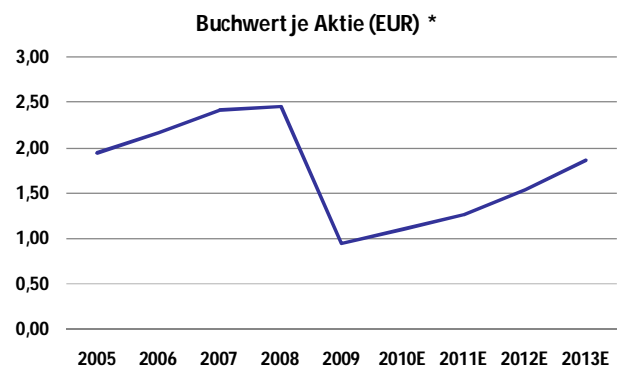
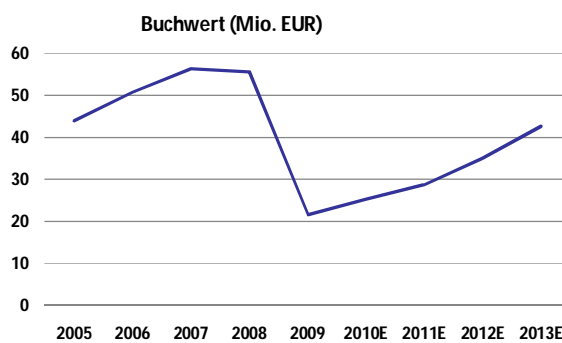
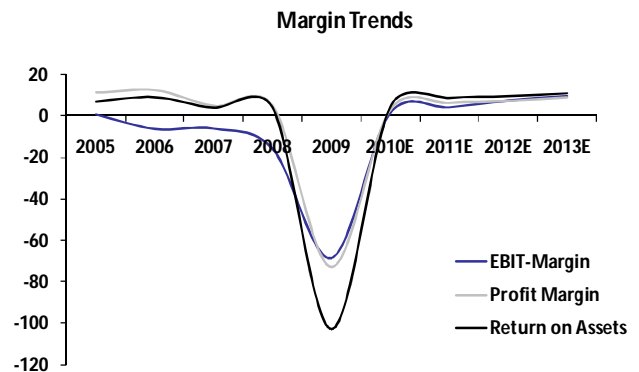
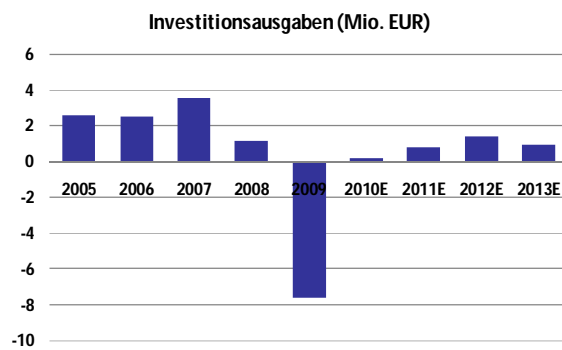
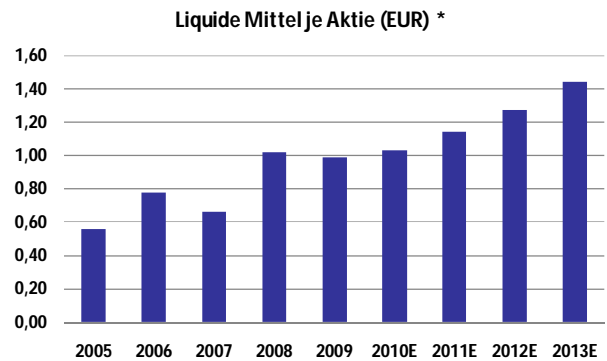
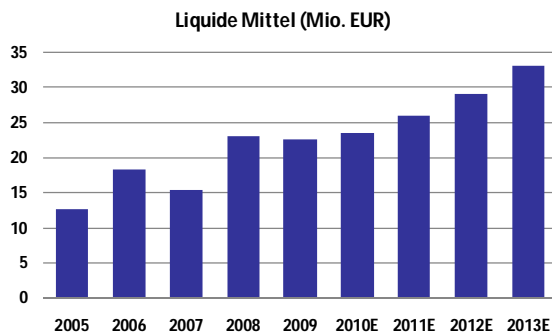
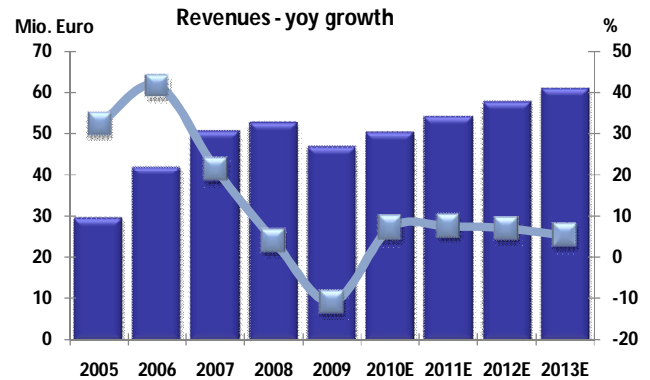
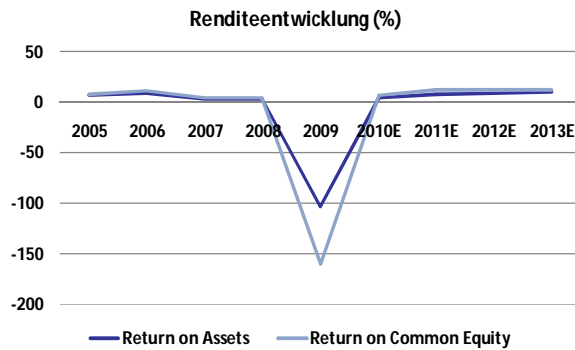
Aktionär	Anteil
EMA B.V.	41,25 %
Freefloat	38,59 %
Eigene Anteile	9,02 %
U. Schmidt	4,37 %
Grabacap ApS	3,69 %
M.A. Carton	1,44 %
Euroserve Media GmbH	1,33 %
Viva Media Service GmbH	0,31 %

Quelle: Unternehmen

4 SWOT

Stärken	Schwächen
<ul style="list-style-type: none"> - Breites Dienstleistungsportfolio mit Fokus auf Performance-Marketing - Internationale Ausrichtung - Webgains ist eines der am schnellsten wachsenden Affiliate Networks - Einzigartige Technologien 	<ul style="list-style-type: none"> - Investitionen in iSense schlagen sich bisher kaum im Umsatz wider - Erklärungsbedürftige Produkte - Beratungsintensive Technologie
Chancen	Risiken
<ul style="list-style-type: none"> - Online-Marketing ist Wachstumsmarkt - Markt richtet sich auf Performance-Marketing aus - Trend weg von traditioneller Werbung hin zu Online-Marketing - Patentierte Technologie für semantisches Targeting kann zu Wettbewerbsvorteil werden 	<ul style="list-style-type: none"> - Steigende Wettbewerbsintensität durch Konsolidierung - Kein oder später Zugang zum Markt für mobile Anwendungen

5 Absatz-, Rendite- und Ertragsindikatoren



* In 2009 wurde ein Aktiensplit durchgeführt. Daher wurde die Anzahl der Aktien in den Vorjahren angepasst.

6 Finanzteil

7 Gewinn- und Verlustrechnung

Gewinn- und Verlustrechnung							
Zahlenangaben in EUR m	Geschäftsjahr						
	2007	2008	2009	2010e	2011e	2012e	2013e
Umsatzerlöse	51	53	47	50	54	58	61
Umsatzkosten	-26	-30	-26	-25	-26	-27	-29
Bruttoergebnis vom Umsatz	24	23	21	25	28	30	32
Vertriebskosten	-15	-17	-14	-14	-14	-15	-15
Allgemeine und Verwaltungskosten	-11	-12	-9	-9	-9	-9	-10
Sonstige betriebliche Erträge	1	2	1	1	1	1	1
Sonstige betriebliche Aufwendungen	-2	-5	-31	-3	-3	-3	-3
Operatives Ergebnis	-3	-8	-32	1	2	4	6
Gewinn aus der Veräußerung von Anteilen an assoziierten Unternehmen und von sonstigen Beteiligungen	7	11	0	0	0	0	0
EBIT	4	2	-32	1	2	4	6
Finanzerträge	1	1	1	2	2	2	2
Finanzaufwendungen	0	0	-3	0	0	0	0
Ergebnis vor Steuern	4	4	-34	2	5	6	7
Steuern vom Einkommen und Ertrag	-2	-1	-1	-1	-1	-1	-2
Periodengewinn	3	3	-34	2	4	4	6
davon entfallen auf Anteilseigner des Mutterunternehmens	3	3	-34	2	4	4	6
davon entfallen auf Minderheitenanteile	0	0	0	0	0	0	0
EPS (unverwässert)	0,23	0,24	-1,61	0,07	0,15	0,19	0,24
EPS (verwässert)	0,22	0,23	-1,60	0,07	0,15	0,19	0,24
Profit & Loss (Year on Year)							
Umsatzerlöse		4,0 %	-10,9 %	7,1 %	7,5 %	7,0 %	5,3 %
Umsatzkosten		13,8 %	-13,6 %	-3,8 %	5,5 %	4,0 %	4,0 %
Bruttoergebnis vom Umsatz		-6,8 %	-7,2 %	20,8 %	9,4 %	9,9 %	6,5 %
Vertriebskosten		9,5 %	-16,6 %	-3,6 %	3,0 %	5,0 %	2,0 %
Allgemeine und Verwaltungskosten		6,3 %	-22,5 %	0,0 %	2,0 %	2,0 %	2,0 %
Sonstige betriebliche Erträge		314,6 %	-59,0 %	0,0 %	-30,0 %	0,0 %	0,0 %
Sonstige betriebliche Aufwendungen		213,1 %	529,0 %	-90,3 %	-1,0 %	-5,0 %	-5,0 %
Operatives Ergebnis		173,2 %	284,6 %	-102,3 %	205,1 %	87,9 %	38,1 %
Gewinn aus der Veräußerung von Anteilen an assoziierten Unternehmen und von sonstigen Beteiligungen		58,4 %	-100,0 %				
EBIT		-34,4 %	-1397,3 %	-102,3 %	205,1 %	87,9 %	38,1 %
Finanzerträge		96,1 %	0,0 %	18,6 %	60,0 %	-37,5 %	0,0 %
Finanzaufwendungen		-76,5 %	24900,0 %	-100,0 %			
Ergebnis aus laufender Geschäftstätigkeit		-14,7 %	-1007,7 %	-106,6 %	108,1 %	23,4 %	28,2 %
Steuern		-37,3 %	-55,2 %	12,2 %	108,1 %	23,4 %	28,2 %
Konzernergebnis		0,9 %	-1415,4 %	-104,9 %	108,1 %	23,4 %	28,2 %
Profit & Loss (% of Revenues)							
Umsatzerlöse	100,0 %	100,0 %	100,0 %	100,0 %	100,0 %	100,0 %	100,0 %
Umsatzkosten	-52,3 %	-57,2 %	-55,4 %	-49,8 %	-48,8 %	-47,5 %	-46,9 %
Bruttoergebnis vom Umsatz	47,7 %	42,8 %	44,6 %	50,2 %	51,2 %	52,5 %	53,1 %
Vertriebskosten	-30,3 %	-31,9 %	-29,9 %	-26,9 %	-25,8 %	-25,3 %	-24,5 %
Allgemeine und Verwaltungskosten	-21,6 %	-22,1 %	-19,2 %	-17,9 %	-17,0 %	-16,2 %	-15,7 %
Sonstige betriebliche Erträge	1,2 %	4,6 %	2,1 %	2,0 %	1,3 %	1,2 %	1,2 %
Sonstige betriebliche Aufwendungen	-3,1 %	-9,4 %	-66,1 %	-6,0 %	-5,5 %	-4,9 %	-4,4 %
Operatives Ergebnis	-6,0 %	-15,9 %	-68,4 %	1,5 %	4,2 %	7,4 %	9,7 %
Gewinn aus der Veräußerung von Anteilen an assoziierten Unternehmen und von sonstigen Beteiligungen	13,5 %	20,6 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %
EBIT	7,5 %	4,7 %	-68,4 %	1,5 %	4,2 %	7,4 %	9,7 %
Finanzerträge	1,3 %	2,4 %	2,7 %	3,0 %	4,4 %	2,6 %	2,5 %
Finanzaufwendungen	-0,1 %	0,0 %	-6,4 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %
Ergebnis aus laufender Geschäftstätigkeit	8,6 %	7,1 %	-72,1 %	4,5 %	8,6 %	10,0 %	12,1 %
Steuern	-3,5 %	-2,1 %	-1,1 %	-1,1 %	-2,2 %	-2,5 %	-3,0 %
Konzernergebnis	5,1 %	5,0 %	-73,2 %	3,3 %	6,5 %	7,5 %	9,1 %

8 Bilanzen

Bilanzen							
Zahlenangaben in EUR m	Geschäftsjahr						
	2007	2008	2009	2010e	2011e	2012e	2013e
Aktiva							
<i>Langfristige Vermögenswerte</i>							
Firmenwerte	21	21	0	0	0	0	0
Immaterielle Vermögenswerte	9	5	1	1	1	1	1
Sachanlagen	1	1	1	1	1	1	1
Erfolgswirksam zum beizulegenden Zeitwert bewertete Papiere des Anlagevermögens	0	2	2	3	2	3	3
Zur Veräußerung verfügbare Papiere des Anlagevermögens	2	4	5	6	7	6	7
Andere finanzielle Vermögenswerte	1	3	1	1	1	1	2
Latente Steuern	3	1	0	0	0	0	0
Summe langfristige Vermögenswerte	37	36	10	12	12	12	14
<i>Kurzfristige Vermögenswerte</i>							
Wertpapiere	3	11	3	3	4	6	8
Forderungen aus Lieferungen und Leistungen	13	10	6	8	9	10	10
Forderungen aus Ertragssteuern	1	1	1	1	1	1	1
Rechnungsabgrenzungsposten und sonstige kurzfristige Vermögenswerte	1	0	1	1	0	0	0
Sonstige finanzielle Vermögenswerte	2	2	0	1	2	3	4
Zahlungsmittel und Zahlungsmitteläquivalente	12	6	11	12	13	14	15
Summe kurzfristige Vermögenswerte	32	31	23	26	29	34	38
Summe Aktiva	69	67	33	37	41	46	52
Passiva							
<i>Auf die Anteilseigner des Mutterunternehmens entfallendes Eigenkapital</i>							
Gezeichnetes Kapital	1	1	1	1	1	1	1
Kapitalrücklage	66	67	67	67	67	67	67
Eigene Anteile	-1	-2	-3	-2	-2	-1	-1
Bilanzverlust	-8	-6	-40	-38	-34	-30	-24
Kumuliertes sonstiges Gesamtergebnis	-2	-5	-4	-3	-3	-2	0
Summe	56	56	21	25	29	35	43
<i>Minderheitenanteile</i>	0	0	0				
Summe Eigenkapital	56	56	21	25	29	35	43
<i>Langfristige Verbindlichkeiten</i>							
Latente Steuern	1	0	0	0	0	0	0
Summe langfristige Verbindlichkeiten	1	0	0	0	0	0	0
<i>Kurzfristige Verbindlichkeiten</i>							
Verbindlichkeiten aus Lieferungen und Leistungen	8	7	6	6	7	7	6
Sonstige kurzfristige Verbindlichkeiten	1	1	2	2	1	1	1
Sonstige finanzielle Verbindlichkeiten	3	3	4	4	4	3	2
Verbindlichkeiten aus Ertragssteuern	0	0	0	0	0	0	0
Summe kurzfristige Verbindlichkeiten	11	11	12	12	12	11	9
Summe Verbindlichkeiten	12	11	12	12	12	11	9
Bilanzsumme	69	67	33	37	41	46	52

Dr. Kalliwoda | Research © 2010

9 Kapitalflussrechnung

Cash Flow Statement							
Zahlenangaben in EUR m	Geschäftsjahr						
	2007	2008	2009	2010e	2011e	2012e	2013e
Periodengewinn/-verlust	2,6	2,6	-34,3	1,7	3,5	4,3	5,5
Abschreibungen	2,6	4,7	32,0	0,8	0,7	0,5	0,5
Veränderungen der Forderungen aus LuL	-2,3	1,1	3,0	-1,7	-1,0	-1,0	0,0
Veränderung der Verbindlichkeiten aus LuL	0,0	-0,1	-1,5	0,5	1,0	0,0	-1,0
Veränderung anderer Aktiva	1,2	0,4	0,0	1,0	1,0	0,0	0,0
Veränderung anderer Verbindlichkeiten	-1,4	0,1	-0,1	0,0	0,0	0,2	-0,3
Summe der Veränderungen des Working Capitals	-2,4	1,5	1,4	-0,2	1,0	-0,8	-1,3
Gewinn/Verlust aus dem Verkauf von Gegenständen des Anlagevermögens	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Gewinn/Verlust aus dem Verkauf von Wertpapieren	0,0	-0,2	-0,3	0,0	1,0	0,0	0,0
Aktienbasierte Vergütung	0,4	0,4	0,3	0,2	0,3	0,5	0,5
Andere Finanzerträge und Finanzierungsaufwendungen	-0,6	-1,3	-0,6	-1,5	-2,4	-1,5	-1,5
Ertragssteuern	1,8	1,1	0,8	0,6	1,2	1,4	1,8
Gewinn aus der Veräußerung von Anteilen an assoziierten Unternehmen und von sonstigen Beteiligungen	-6,8	-10,8	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Sonstige nicht zahlungswirksame Aufwendungen und Erträge	0,5	0,7	0,0	0,0	0,0	0,3	0,1
Gezahlte Ertragssteuern	-0,3	-0,4	-0,3	-0,1	-0,3	-0,5	-0,6
Vereinnahmte Zinsen	0,5	0,9	1,5	1,5	2,4	1,5	1,5
Gezahlte Zinsen	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Cashflow aus laufender Geschäftstätigkeit	-1,8	-0,7	0,3	3,0	7,4	5,8	6,6
Investitionen in immaterielle Vermögensgegenstände und Sachanlagen	-3,6	-1,2	-0,5	-1,0	-1,2	-2,1	-2,5
Erlöse aus dem Abgang von immateriellen Vermögensgegenständen und Sachanlagen	0,4	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Einzahlungen aus der Veräußerung von Anteilen an assoziierten Unternehmen und von sonstigen Beteiligungen	5,6	10,8	1,2	0,0	0,0	0,0	0,0
Erwerb von Beteiligungen	0,0	-1,8	0,0	0,0	0,0	-1,0	0,0
Erwerb von Tochterunternehmen nach Abzug der erworbenen Zahlungsmittel	-6,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Erlöse aus dem Verkauf von Wertpapieren und Fälligkeit von Termineinlagen	3,3	0,2	13,1	4,0	3,3	5,8	4,2
Erwerb von Wertpapieren und Anlage in Termineinlagen mit Laufzeiten über 3 Monate	-1,5	-13,1	-5,4	-3,2	-2,9	-4,1	-2,6
Auszahlungen für gewährte Kredite	0,0	0,0	-0,8	0,0	0,0	0,0	0,0
Cashflow aus Investitionstätigkeit	-1,7	-5,0	7,6	-0,2	-0,8	-1,4	-0,9
Kapitalerhöhung	2,3	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Ausschüttung an Minderheiten	0,0	0,0	0,0	-1,0	-1,0	-1,0	-2,0
Verkauf eigener Aktien	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Erwerb eigener Anteile	-1,2	-0,5	-1,4	-1,0	-1,0	0,0	0,0
Einzahlungen aus der Tilgung gewährter Darlehen	0,0	0,1	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0
Cashflow aus der Finanzierungstätigkeit	1,1	-0,4	-1,3	-2,0	-2,0	-1,0	-2,0
Zahlungswirksame Veränderungen der Zahlungsmittel und Zahlungsmitteläquivalente	-2,4	-6,1	6,6	0,8	4,6	3,4	3,7
Zahlungsmittel und -äquivalente am Anfang der Periode	14,4	12,0	5,8	12,3	12,0	16,8	19,9
Einfluss von Wechselkursänderungen auf die Zahlungsmittel und Zahlungsmitteläquivalente	0,1	-0,1	-0,2	-1,0	0,2	-0,3	-0,2
Zahlungsmittel und -äquivalente am Ende der Periode	12,0	5,8	12,3	12,0	16,8	19,9	23,3

Dr. Kalliwoda | Research © 2010

10 Bewertung

11 DCF-Modell

Für die Ermittlung des Fair Values wurden ein dreistufiges Discounted Cashflow Modell sowie die Marktdaten der Peergroup-Unternehmen herangezogen. Als Datenbasis für die Bewertungen wurden die Konzernabschlüsse der ad pepper media Int. N.V. verwendet.

Dem unterjährigen Bewertungsstichtag wurde durch die Abzinsung der operativen Free Cashflows auf den Bewertungsstichtag Rechnung getragen. Als Bewertungsstichtag wurde der 01.04.2010 gewählt. Soweit nicht betriebsnotwendiges Vermögen vorhanden war, wurde dessen Wert gesondert ermittelt und dem Barwert der Ausschüttungen zugerechnet.

Daran anknüpfend folgt die Residualwertphase, bei der wir mit einer Wachstumsrate von 3 Prozent p.a. kalkulieren.

/ Discounted Cash Flow-Modell (Basis 4/2010)

(Mio. EUR)	Phase 1					
	2010e	2011e	2012e	2013e	2014e	2015e
Umsatz	50,244	54,000	57,780	60,842	62,668	64,548
Veränderungsrate	7%	7%	7%	5%	3%	3%
EBIT	0,744	2,270	4,265	5,892	6,009	6,130
Veränderungsrate	-102%	205%	88%	38%	2%	2%
Marge	15%	4,2%	7,4%	9,7%	9,6%	9,5%
Beteiligungsergebnis	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000
EBT ex. Zinsergebnis	0,744	2,270	4,265	5,892	6,009	6,130
operativer Steueraufwand	-0,561	-1,168	-1,441	-1,848	-1,202	-1,226
Steuerquote (ex. Zinsergebnis)	75,4%	51,4%	33,8%	31,4%	20,0%	20,0%
Abschreibungen imm. Verm. u. Sachanl.	0,800	0,700	0,500	0,500	0,500	0,500
Abschreibungsquote (%Umsatz)	16%	13%	0,9%	0,8%	0,8%	0,8%
Veränderung langf. Rückstellungen	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000
Anteil Umsatz	-	-	-	-	-	-
CF-Geschäftsbedarf (Veränderung WC)	-0,166	1,000	-0,800	-1,300	-1,326	-1,353
Working-Capital-Ratio (%Umsatz)	-0,3%	19%	-1,4%	-2,1%	-2,1%	-2,1%
Investitionen	-0,200	-0,800	-1,400	-0,920	-0,966	-1,014
Investitionsquote (%Umsatz)	-0,4%	-15%	-2,4%	-1,5%	-1,5%	-1,6%
Sonstige Anpassungen	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000
Free Cash-Flow	0,617	2,003	1,123	2,324	3,016	3,037

Dr. Kalliwoda | Research © 2010

12 WACC

Der Diskontierungssatz wurde mit Hilfe der gewichteten Kapitalkosten ermittelt. Wir gehen davon aus, dass sich die Kapitalstruktur in den kommenden Geschäftsjahren nicht wesentlich verändern wird.

WACC Annahmen

Wachstumsprämissen

Langfristiges Wachstum/ Inflationsrate	3,0%
Angleichungsphase (ab 2016)	5 Jahre
Anfangswachstum des Umsatzes	1,0%
Margenentwicklung (p.a.)	+1 BP

Eigenkapitalkosten

Langfristiger risikoloser Zinssatz	4,4%
Risikoprämie Markt / Aktienmarktrendite	5,0%
Beta des Unternehmens (Näherung)	1,01
Eigenkapitalkostensatz	9,45%

Fremdkapitalkosten

Fremdkapitalkostensatz (vor St.)	7,0%
Steuersatz auf Fremdkapitalzinsen	30,0%
Fremdkapitalkostensatz (nach St.)	4,9%

Wert des Eigenkapitals	40
Wert des Fremdkapitals	0
Gearing	0,0%
WACC	9,45%

Anpassungen des Fremdkapitals an den gegenwärtigen Marktzins wurden nicht getätigt. Die risikofreie Rendite basiert auf der Durchschnittsrendite 30jähriger Bundesanleihen. Die Ermittlung der Risikoprämie folgt dem Capital Asset Pricing Model (CAPM) und deckt insbesondere die systematischen Risiken (Marktrisikoprämie) ab. Der von uns verwendete Betawert zur Ermittlung des unternehmensspezifischen Risikos orientiert sich an der Wertentwicklung des Referenzindex DAX.

13 Fair Value – Sensitivitäten

Der von uns ermittelte faire Wert der Aktie beläuft sich auf EUR 2,17. Er ist damit um 20,8 Prozent höher als der aktuelle Kurs (EUR 1,80). Die Modifikation der Aktionsparameter im Terminal Value sind der nachstehenden Sensitivitätsanalyse zu entnehmen. Diese zeigt die Variabilität unseres hergeleiteten fairen Wertes.

Sensitivitätsanalyse		Wert je Aktie				
(EUR)		Diskontierungszinssatz				
β = 1,01		8,95%	9,20%	9,45%	9,70%	9,95%
Wachstum	2,0%	2,20	2,15	2,09	2,04	2,00
	2,5%	2,25	2,19	2,13	2,08	2,03
	3,0%	2,30	2,24	2,17	2,12	2,06
	3,5%	2,37	2,29	2,23	2,16	2,10
	4,0%	2,44	2,36	2,28	2,22	2,15

Sensitivitätsanalyse		Marktkapitalisierung				
(Mio. EUR)		Diskontierungszinssatz				
β = 1,01		8,95%	9,20%	9,45%	9,70%	9,95%
Wachstum	2,0%	50,21	48,93	47,72	46,60	45,54
	2,5%	51,27	49,87	48,58	47,37	46,24
	3,0%	52,50	50,97	49,56	48,25	47,04
	3,5%	53,96	52,26	50,71	49,28	47,95
	4,0%	55,71	53,80	52,07	50,48	49,03

14 Peer Group Analyse

Die aus unserem DCF-Modell hervorgegangene Bewertung der ad pepper media Int. N.V. haben wir zusätzlich mit Hilfe einer Peer Group Analyse einer Plausibilitätsprüfung unterzogen. Dabei haben wir vorrangig Unternehmen ausgewählt, die sich auf Online-Marketing spezialisiert haben. Multiplikatorverfahren basieren auf einer vergleichenden Betrachtungsweise, indem geeignete Vervielfältiger aus Kapitalmarktdaten und Finanzberichterstattung börsennotierter Vergleichsunternehmen auf das zu bewertende Unternehmen übertragen werden.

Die Ausgangsdaten der Vergleichsunternehmen stammen von dem Informationsdienstleister Reuters.

Multiples - Peer Group							
Peer Group	EV/Umsatz		EV/EBIT		KGV 2010E	EBIT-Marge 2010E	KBV 2009
	2010E	2011E	2010E	2011E			
AdLINK Group	0,57	0,53	10,27	8,62	17,55	5,55	2,19
Hi-Media SA	1,25	1,12	12,51	9,61	16,94	10,03	1,49
Marchex Inc	1,67	1,56	neg.	neg.	38,36	-5,58	1,34
Tomorrow Focus AG	1,56	1,37	16,26	11,66	28,50	9,62	2,56
Tradedoubler AB	0,42	0,38	9,53	7,66	13,67	4,38	2,55
Valueclick Inc	1,59	1,51	8,06	7,05	15,61	19,72	2,00
YOC AG	1,96	1,67	24,22	17,06	36,00	8,08	4,63
Mittelwert	1,29	1,16	13,47	10,27	23,80	7,40	2,39
AD PEPPER MEDIA INT. N.V.	0,49	0,46	33,04	10,83	24,37	1,48	1,25
Discount (-)/Premium (+)	-62,02	-60,90	145,22	5,38	2,39		-47,71
Bewertungsbandbreite:	1,70 EUR bis 2,92 EUR						

15 Kontakt

ad pepper media International N.V.
Frankenstraße 150 C

90461 Nürnberg

Tel.: +49 (0) 911 929057-0
Fax: +49 (0) 911 929057-157
E-Mail: info(at)adpepper.com

DR. KALLIWODA RESEARCH GmbH		Unterlindau 22 60323 Frankfurt Tel.: 069-97 20 58 53 www.kalliwoda.com
Primary Research Fair Value Analysis International Roadshows		
Head: Dr. Norbert Kalliwoda E-Mail: nk@kalliwoda.com	CEFA-Analyst; University of Frankfurt/Main; PHD Economics; Dipl.-Kfm.	<u>Sectors:</u> IT, Software, Electricals & Electronics, Mechanical Engineering, Logistics, Laser, Technology, Raw Materials
Michael John E-Mail: mj@kalliwoda.com	Dipl.-Ing. (Aachen)	<u>Sectors:</u> Chemicals, chemical engineering, basic metals, renewable energies, laser/physics
Dr. Thomas Krassmann E-Mail: tk@kalliwoda.com	Dipl.-Geologist, M.Sc.; University of Göttingen & Rhodes University, South Africa;	<u>Sectors:</u> Raw Materials, Mining, Precious Metals, Gem stones.
Wolfgang Neuner E-Mail: wn@kalliwoda.com	MBA (Candidate 2009 Uni. Iowa (US)) and Dipl.-Kfm. (Major Finance and Monetary Economics 2009).	<u>Sectors:</u> Banks, Financial Services, Real Estates - REITS.
Dr. Christoph Piechaczek E-Mail: cp@kalliwoda.com	Dipl.-Biologist; Technical University Darmstadt; Univ. Witten-Herdecke.	<u>Sectors:</u> Biotech & Healthcare; Medical Technology Pharmaceutical
Kolja Schick – Freiherr von Flotow	Dipl.-Kaufmann, (University Frankfurt).	<u>Sectors:</u> Consumers, Automotives, Automotive Suppliers, Mechanical Engineering
Dr. Erik Schneider E-Mail: es@kalliwoda.com	Dipl.-Biologist; Technical University Darmstadt; Univ. Hamburg.	<u>Sectors:</u> Biotech & Healthcare; Medical Technology Pharmaceutical
David Schreindorfer E-Mail: ds@kalliwoda.com	MBA, Economic Investment Management; Univ. Frankfurt/ Univ. Iowa (US).	<u>Sectors:</u> IT/Logistics; Quantitative Modelling
Hellmut Schaarschmidt; E-Mail: hs@kalliwoda.com	Dipl.-Geophysicists; University of Frankfurt.	<u>Sectors:</u> Oil, Regenerative Energies, Specialities Chemicals, Utilities
Nele Rave E-Mail: nr@kalliwoda.com	Lawyer; Native Speaker, German School London,	<u>Translations English</u>

Also view Sales and Earnings Estimates:
DR. KALLIWODA | RESEARCH on Terminals of
Bloomberg
Thomson Reuters
vwd group
JCF Factset

Analyst of this research: Dr. Norbert Kalliwoda, CEFA



16 DISCLAIMER

KAUFEN:	Die Aktie wird auf Basis unserer Prognosen auf Sicht von 12 Monaten eine Kursentwicklung von mindestens 10 % aufweisen	BUY
AKKUMULIEREN:	Die Aktie wird auf Basis unserer Prognosen auf Sicht von 12 Monaten eine Kursentwicklung zwischen 5% und 10% aufweisen	ACCUMULATE
HALTEN:	Die Aktie wird auf Basis unserer Prognosen auf Sicht von 12 Monaten eine Kursentwicklung zwischen 5% und - 5% aufweisen	HOLD
REDUZIEREN:	Die Aktie wird auf Basis unserer Prognosen auf Sicht von 12 Monaten eine Kursentwicklung zwischen - 5% und - 10% aufweisen	REDUCE
VERKAUFEN:	Die Aktie wird auf Basis unserer Prognosen auf Sicht von 12 Monaten eine Kursentwicklung von mindestens - 10 % aufweisen	SELL

Additional Disclosure/Erklärung

DR.KALLIWODA | RESEARCH GmbH hat diese Analyse auf der Grundlage von allgemein zugänglichen Quellen, die als zuverlässig gelten, gefertigt. Wir arbeiten so exakt wie möglich. Wir können aber für die Ausgewogenheit, Genauigkeit, Richtigkeit und Vollständigkeit der Informationen und Meinungen keine Gewährleistung übernehmen.

Diese Studie ersetzt nicht die persönliche Beratung. Diese Studie gilt nicht als Aufforderung zum Kauf oder Verkauf der in dieser Studie angesprochenen Anlageinstrumente. Daher rät DR.KALLIWODA | RESEARCH GmbH, sich vor einer Wertpapierdisposition an Ihren Bankberater oder Vermögensverwalter zu wenden.

Diese Studie ist in Großbritannien nur zur Verteilung an Personen bestimmt, die in Art. 11 (3) des Financial Services Act 1986 (Investments Advertisements) (Exemptions) Order 1996 (in der jeweils geltenden Fassung) beschrieben sind. Diese Studie darf weder direkt noch indirekt an einen anderen Kreis von Personen weitergeleitet werden. Die Verteilung dieser Studie in andere internationale Gerichtsbarkeiten kann durch Gesetz beschränkt sein und Personen, in deren Besitz diese Studie gelangt, sollten sich über gegebenenfalls vorhandene Beschränkungen informieren und diese einhalten.

DR.KALLIWODA | RESEARCH GmbH sowie Mitarbeiter können Positionen in irgendwelchen in dieser Studie erwähnten Wertpapieren oder in damit zusammenhängenden Investments halten und können diese Wertpapiere oder damit zusammenhängende Investments jeweils aufstocken oder veräußern.

Mögliche Interessenskonflikte

Weder DR.KALLIWODA | RESEARCH GmbH noch ein mit ihr verbundenes Unternehmen

- hält in Wertpapieren, die Gegenstand dieser Studie sind, 1% oder mehr des Grundkapitals;
- war an einer Emission von Wertpapieren, die Gegenstand dieser Studie sind, beteiligt;
- hält an den Aktien des analysierten Unternehmens eine Netto-Verkaufsposition in Höhe von mindestens 1% des Grundkapitals;
- hat die analysierten Wertpapiere auf Grund eines mit dem Emittenten abgeschlossenen Vertrages an der Börse oder am Markt betreut.

Nur mit dem Unternehmen AD PEPPER MEDIA INT. N.V. bestehen vertragliche Beziehungen zu DR.KALLIWODA | RESEARCH GmbH für die Erstellung von Research-Studien. Durch die Annahme dieses Dokumentes akzeptiert der Leser/Empfänger die Verbindlichkeit dieses Disclaimers.

DISCLAIMER

The information and opinions in this analysis were prepared by DR. KALLIWODA | RESEARCH GmbH. The information herein is believed by DR. KALLIWODA | RESEARCH GmbH to be reliable and has been obtained from public sources believed to be reliable. With the exception of information about DR. KALLIWODA | RESEARCH GmbH, DR. KALLIWODA | RESEARCH GmbH makes no representation as to the accuracy or completeness of such information.

Opinions, estimates and projections in this report constitute the current judgement of the author as of the date of this analysis. They do not necessarily reflect the opinions, projection, forecast or estimate set forth herein, changes or subsequently becomes inaccurate, except if research on the subject company is withdrawn. Prices and availability of financial instruments also are subject to change without notice. This report is provided for informational purposes only. It is not to be construed as an offer to buy or sell or a solicitation of an offer to buy or sell any financial instruments or to participate in any particular trading strategy in any jurisdiction. The financial instruments discussed in this report may not be suitable for all investors and investors must make their own investment decision using their own independent advisors as they believe necessary and based upon their specific financial situations and investment objectives. If a financial instrument is denominated in a currency other than an investor's currency, a change in exchange rates may adversely affect the price or value of, or the income derived from, the financial instrument, and such investor effectively assumes currency risk. In addition, income from an investment may fluctuate and the price or value of financial instruments described in this report, either directly or indirectly, may rise or fall. Furthermore, past performance is not necessarily indicative of future results.

This report may not be reproduced, distributed or published by any person for any purpose without DR. KALLIWODA | RESEARCH GmbH's prior written consent. Please cite source when quoting.