

## Initiating Coverage

## BUY

Target Price: 1,87 EUR

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

Kurs aktuell: 1,36  
Hoch Tief  
Kurs 52 W.: 1,56 0,75  
Marktkap. (Mio. EUR) 31,0  
Anzahl Aktien (in Mio.) 22,8

## Aktionäre

EMA B.V. 41,25 %  
Eigene Anteile 9,64 %  
Amiral Gestion S.A. 4,90 %  
U. Schmidt 4,37 %  
Grabacap ApS 3,69 %  
Euroserve Media GmbH 1,33 %

## Performance

4 Wochen 23,00 %  
13 Wochen 24,03 %  
26 Wochen 5,43 %  
52 Wochen 96,80 %  
lfd. Jahr 27,12 %

## Dividende

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



Quelle: Reuters

Dr. Norbert Kalliwoda  
Phone: +49 69 97 20 58 53  
E-mail: nk@kalliwoda.com  
www.kalliwoda.com

## AD PEPPER MEDIA INT. N.V.

## Fokus auf Performance im Wachstumsmarkt

- ad pepper media bietet individuelle Lösungen für semantisches Advertising, Lead Generation sowie Brand Protection und besitzt ein schnell wachsendes Affiliate-Netzwerk. Kunden von ad pepper media sind Media-Agenturen, Werbetreibende und Websites. Mit den Bereichen Display, Performance-, E-Mail-, Affiliate- und Suchmaschinen-Marketing sowie Ad Serving wird nahezu die gesamte Palette im Bereich Online-Werbung angeboten. Der Fokus liegt auf dem Bereich Performance Marketing, dem aktuell am größten wachsenden Segment des digitalen Marketing. Das Unternehmen verfügt über eigene Systemtechnologien und eine hohe internationale Platzierungskraft für Kampagnen in mehr als 50 Ländern. ad pepper media hat 236 Mitarbeiter und ist mit 15 Niederlassungen in neun europäischen Ländern und den USA vertreten.
- Auch wenn die Zeiten des rasanten Wachstums für den Sektor Online-Marketing vorbei sind, hat sich der digitale Werbemarkt robust gezeigt und wächst weiter. Sobald die Weltwirtschaft eine nachhaltige konjunkturelle Erholung sieht, sollte das derzeitige Niveau des Wachstums weiter steigen. Positiv zu sehen ist der Trend zur Verlagerung von Werbebudgets von traditionellen Medien hin zu Online-Formaten.
- Im Markt herrscht großer Wettbewerb. Große Player wie Google haben in der Vergangenheit Zukäufe getätigt. Bei weiterer Konsolidierung würde auch der Wettbewerbsdruck zunehmen. Wir sehen ad pepper media als fokussierten Performance Marketing Anbieter mit internationaler Ausrichtung gut aufgestellt. Auf der Kostenseite wurden Anpassungen vorgenommen, um wettbewerbsfähig zu bleiben.
- In unserer Bewertung sehen wir die Aktie mit 1,87 Euro fair bewertet. Dies entspricht einem Aufwärtspotenzial von 37,5 Prozent. Wir empfehlen die Aktie zum Kauf.

| EUR m         | 2008   | 2009      | 2010E   | 2011E  | 2012E   |
|---------------|--------|-----------|---------|--------|---------|
| Umsatzerlöse  | 52,64  | 46,90     | 49,24   | 51,21  | 54,80   |
| EBITDA        | -3,65  | -0,10     | -0,14   | 1,86   | 3,03    |
| EBIT          | 2,47   | -32,10    | -1,14   | 1,16   | 2,53    |
| Nettoergebnis | 2,61   | -34,33    | 0,27    | 1,99   | 3,02    |
| EPS           | 0,24   | -1,61     | 0,01    | 0,09   | 0,13    |
| BVPS          | 2,44   | 0,94      | 1,01    | 1,10   | 1,18    |
| CFPS          | 0,32   | -0,10     | 0,06    | 0,12   | 0,15    |
| RoE           | 4,69 % | -159,83 % | 1,19 %  | 7,98 % | 11,20 % |
| RoS           | 4,96 % | -73,20 %  | 0,55 %  | 3,89 % | 5,52 %  |
| EBIT margin   | 4,70 % | -68,44 %  | -2,31 % | 2,26 % | 4,62 %  |

## Inhalt

|    |                                                |    |
|----|------------------------------------------------|----|
| 1  | Unternehmensprofil .....                       | 3  |
| 2  | Aktuelle Entwicklung .....                     | 3  |
| 3  | Geschäftsmodell und Strategie .....            | 4  |
| 4  | Kundenstruktur .....                           | 10 |
| 5  | Aktionärsstruktur .....                        | 11 |
| 6  | Markt und Wettbewerb .....                     | 11 |
| 7  | Wachstumsstrategie .....                       | 14 |
| 8  | SWOT .....                                     | 15 |
| 9  | Absatz-, Rendite- und Ertragsindikatoren ..... | 16 |
| 10 | Kennzahlenübersicht .....                      | 17 |
| 11 | Finanzteil .....                               | 18 |
| 12 | Gewinn- und Verlustrechnung .....              | 18 |
| 13 | Bilanzen .....                                 | 19 |
| 14 | Kapitalflussrechnung .....                     | 20 |
| 15 | Bewertung .....                                | 21 |
| 16 | DCF-Modell .....                               | 21 |
| 17 | WACC .....                                     | 22 |
| 18 | Fair Value – Sensitivitäten .....              | 22 |
| 19 | Peer Group Analyse .....                       | 23 |
| 20 | Kontakt .....                                  | 24 |
| 21 | DISCLAIMER .....                               | 25 |

## 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

Nach vorläufigen Zahlen betrug der Umsatz von ad pepper media im abgelaufenen Geschäftsjahr 46,9 Mio. Euro. Dies entspricht einem Rückgang gegenüber 2008 von -10,9 Prozent. Besonders stark war der Rückgang im Segment ad pepper media mit -22 Prozent, während Webgains (14 Prozent) und ad agents (5 Prozent) zulegen konnten.

Auch die Bruttomarge entwickelte sich rückläufig, mit -6,9 Prozent allerdings geringer als der Umsatz. Das EBIT war aufgrund von Wertberichtigungen des Firmenwerts im dritten Quartal deutlich negativ (-32 Mio. Euro). Im Vorjahr lag dieser Wert bei 2,5 Mio. Euro. Erfreulich entwickelte sich der operative Cash Flow, der seit 2006 erstmalig wieder positiv war. Insbesondere das vierte Quartal trug mit 1,4 Mio. Euro zum erfreulichen Gesamtergebnis von 0,26 Mio. Euro bei. Unter Nichtberücksichtigung der einmaligen Effekte aus Wertberichtigungen des Firmenwerts war bei den Kosten nur eine leicht negative Entwicklung zu beobachten. Sie lagen etwas über dem Vorjahresniveau. Demgegenüber konnten die Kosten im Segment ad pepper media um etwa ein Viertel gegenüber dem Vorjahr gesenkt werden.

Im Laufe des vergangenen Geschäftsjahres wurde die italienische Niederlassung der Gesellschaft geschlossen. Dadurch ergaben sich einmalige Aufwendungen in Höhe von 0,9 Mio. Euro. Diese Maßnahme soll in Zukunft zu Entlastungen auf der Kostenseite führen.

In naher Zukunft wird die iSense Technologie auch in Spanisch verfügbar sein, so dass weitere Märkte abgedeckt werden und größere internationale Werbekampagnen durchgeführt werden können. Die Gesellschaft erhofft sich dadurch, neue und größere Kunden zu gewinnen.

Der Markt für Online-Marketing musste aufgrund der allgemeinen wirtschaftlichen Lage Einbußen hinnehmen. Allerdings fielen diese geringer aus als bei den traditionellen Werbemedien. Im Zuge einer Erholung der Weltwirtschaft sollten die Investitionen in Werbung wieder zunehmen. Wir erwarten, dass die Tendenz anhält, Werbebudgets von den traditionellen Medien in Richtung Internet zu verlagern. Daher rechnen wir zukünftig wieder mit starken Wachstumsraten.

### 3 Geschäftsmodell und Strategie

ad pepper media ist ein internationaler Online-Werbevermarkter. Dem Kunden stehen Dienstleistungen in den Bereichen Display, Performance-, E-Mail-, Affiliate- und Suchmaschinen-Marketing sowie Ad Serving zur Verfügung. ad pepper übernimmt die Durchführung von Werbekampagnen in diesen Bereichen, womit nahezu alle verfügbaren Services angeboten werden.

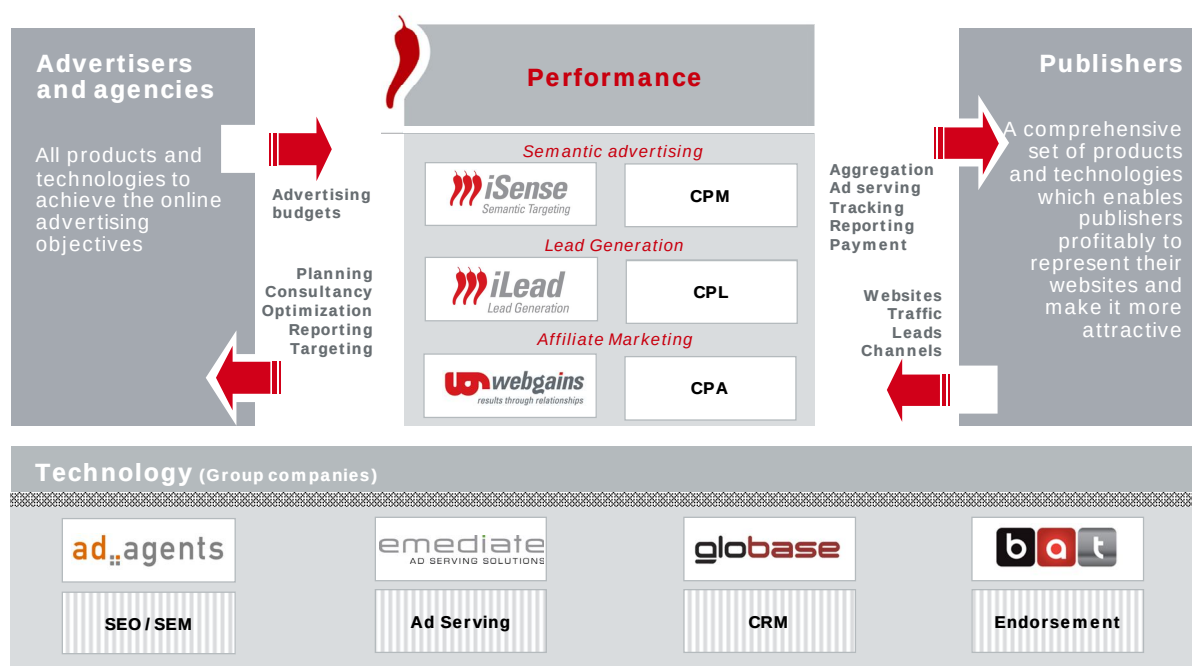
Bei den Produkten iSense Display und SiteScreen wird in den meisten Fällen das Cost-per-Mille (CPM, Tausend-Kontakt-Preis) Abrechnungsverfahren angewendet. Hier zahlt der Werbekunde pro tausend User, bei deren Besuch einer Website die Werbung eingeblendet wurde. Entscheidend für den Erfolg der Werbekampagne und damit für die Zufriedenheit der Kunden von ad pepper media ist jedoch die Click-Through-Rate, die das Verhältnis der Anzahl der Klicks auf ein Werbebanner im Verhältnis zu den gesamten Impressions ausdrückt. Der Erfolg von ad pepper media ist daher, abgesehen von reinen Branding Kampagnen, immer vom Erfolg der Kampagnen abhängig.

Die Produkte iLead und Click Generierung werden ausschliesslich erfolgsabhängig vergütet. Bei iLead wird das Cost-per-Lead Verfahren (CPL) verwendet. ad pepper erhält eine Vergütung für jeden generierten Lead, von der mehr als 50 Prozent bei ad pepper verbleiben, während der restliche Betrag an den Betreiber der Website weiter gereicht wird. Beim Cost-per-Click Verfahren (CPC), das bei Click Generierung verwendet wird, wird das Entgelt fällig, wenn der User die Werbung angeklickt hat. Auch hier, wie beim CPM Verfahren, ist die Click-Through-Rate für den Erfolg der Kampagne maßgebend.

Bei Webgains, dem Affiliate Netzwerk von ad pepper media, besteht der Großteil der Vergütung aus erfolgsabhängigen Provisionen. Im Unterschied zu den oben genannten Produkten zahlt der Kunde jedoch eine geringe fixe Gebühr. Die Provisionen werden nach dem Cost-per-Action Verfahren abgerechnet. Der Kunde legt fest, für welche Aktion eine Provision gezahlt wird, wie zum Beispiel den Kauf eines Produktes, den Eintrag in einen Newsletter, einen Call-Center Lead oder eine Informationsanforderung. Der Großteil dieser Provision wird an den Affiliate weiter gereicht. Fixe Bestandteile mit eingerechnet, kommt ad pepper auf einen Anteil von ca. 30%.

Da fixe Vergütungsbestandteile nur einen sehr geringen Teil der Umsätze von Webgains ausmachen, ist die Gesellschaft auf die Durchführung erfolgreicher Kampagnen angewiesen ist, um attraktive Erlöse zu erzielen. Für die erfolgreiche Umsetzung von Kampagnen ist es von Bedeutung, dass die Werbung im richtigen Kontext gezeigt wird, damit möglichst viele User darauf klicken und im Anschluss einen Kauf tätigen.

## Business Units von ad pepper media



Quelle: Unternehmen

### Semantic advertising (iSense Display)

Die Sense Engine™ Technologie wurde in 10-jähriger Entwicklungszeit von einem Team von Linguisten und Lexikografen entwickelt. Sie untersucht jede Website semantisch, um die Inhalte zu verstehen und zu klassifizieren. Ziel ist es, die für die Website am besten geeignete Werbung zu platzieren. Damit soll sichergestellt werden, dass der User Werbung sieht, die für ihn relevant ist, weil sie zu den von ihm angesehenen Inhalten passt. iSense greift auf eine Datenbank zu, die Wörter und Redewendungen enthält, welche dem Inhalt eines Textes einen eindeutigen Sinn zuordnen lassen. Mehrdeutige Wörter werden durch die Analyse des Gesamttextes ihrer korrekten Bedeutung zugeordnet. Wurde der Inhalt des Textes eindeutig identifiziert, wird er klassifiziert, um die passende Werbung einblenden zu können. Dafür stehen 3.000 verschiedene Kategorien zur Verfügung. Das werbende Unternehmen wählt die relevanten Kategorien aus, bei denen die Werbung platziert werden soll. Zusätzlich kann der Werbetreibende Kategorien spezifisch definieren. Die Auswahl der relevanten Kategorien kann auf breiter Ebene oder sehr spezifisch erfolgen.

## Kategorien von iSense



Quelle: Unternehmen

Anhand der Kategorien platziert Emediate die relevante Werbung auf Webseiten mit passendem Inhalt. Die Übereinstimmung der Werbung mit den Inhalten der Website sorgt für eine gesteigerte Akzeptanz durch den User. Streuverluste der Werbeanzeigen können so minimiert werden und die Performance von Werbekampagnen optimiert. Je nach Ziel der Kampagne und Kundenwünschen können Zielgruppen unterschiedlich angesprochen werden, mit sehr präzisen oder sehr allgemeinem thematischen Targeting. Ein Vorteil gegenüber der Behavioral Targeting Technologie, bei der das Surfverhalten der User analysiert und anhand dessen Werbung eingeblendet wird, liegt in Datenschutzaspekten. Semantisches Targeting analysiert nur den Inhalt von Websites, jedoch nicht das Verhalten des Users, so dass datenschutzrechtlich keine Probleme zu erwarten sind.

Die Technologie ist in Englisch, Dänisch, Deutsch, Niederländisch und seit kurzem in Französisch verfügbar. Die spanische Version befindet sich im Aufbau und soll in absehbarer Zeit online gehen. Damit sind die wichtigsten Märkte abgedeckt und die Entwicklungskosten nahezu abgeschlossen.

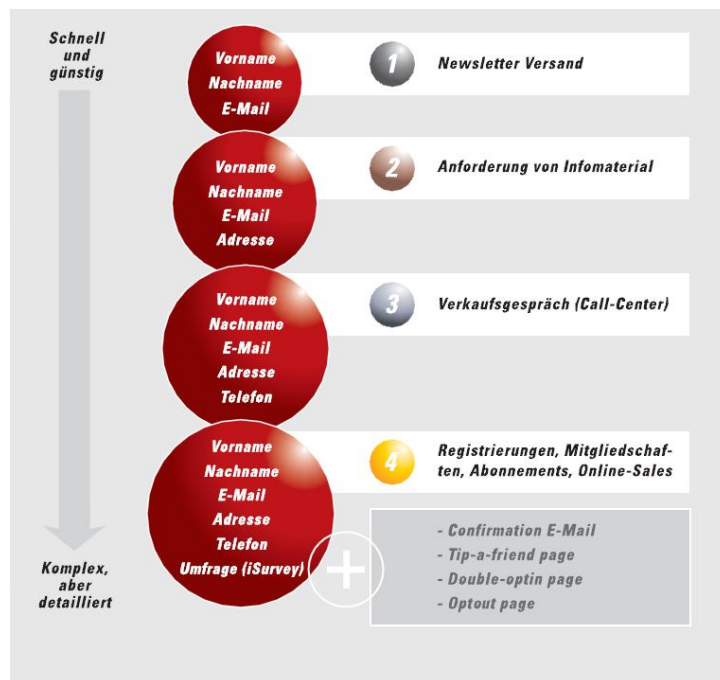
### Brand Protection (SiteScreen)

Dazu bietet ad pepper mit SiteScreen einen optionalen Service zum Markenschutz an. Das Produkt arbeitet mit derselben Technologie wie iSense Display. Webseiten werden semantisch analysiert und, im Unterschied zu iSense, unerwünschte Inhalte identifiziert. Die SiteScreen Analyse erfolgt, bevor Werbung auf einer Website geschaltet wird. Damit wird verhindert, dass Werbeanzeigen auf Websites mit für die Marke des Kunden schädlichen Inhalten geschaltet werden. Z.B. wird verhindert, dass auf einer Seite mit einem Bericht über einen Flugzeugabsturz Werbung für eine Airline geschaltet wird. Der Werbekunde kann wählen, welche Inhalte blockiert werden sollen, um seine Marke zu schützen. Zu den blockierbaren Themen zählen Alkohol, Rauchen, Drogen, Filesharing, Schocknews, Nacktheit und Erotik, Gewalt, Vulgärsprache, Glücksspiele, Waffen und Extremismus. SiteScreen ist in zwölf Sprachen verfügbar. Neben großen Markenwebsites wie Nachrichten-Websites werden auch kleinere Webseiten analysiert. Dadurch berücksichtigt die Technologie nicht nur journalistische Artikel sondern beispielsweise auch negative Reiseberichte oder Einträge in Blogs.

## Lead generation (iLead)

Das Produkt iLead aus dem Bereich Permission-Marketing hilft Kunden bei der Interessentengewinnung. Ein Lead bezeichnet die Kontaktaufnahme durch den User, wobei der User Angaben zu seinen Kontaktdaten macht. Dies kann z.B. durch die Anmeldung für einen Newsletter Versand geschehen. ad pepper media erstellt Werbeformate und platziert diese auf geeigneten Websites, damit User in den Werbeformaten ein Profil mit Kontaktinformationen ausfüllen. Dies können Pop-ups, Newsletter oder Opt-In E-Mails (E-Mail zur Bestätigung der Anmeldung: „Klicken Sie auf den Link um die Anmeldung abzuschliessen“) sein. Neben den Kontaktdaten wird die Zustimmung des Users zur weiteren Kontaktaufnahme eingeholt. Damit kann der Kunde von ad pepper die gewünschten Kontaktinformationen seiner potenziellen Kunden abfragen und weitere Marketing-Maßnahmen durchführen. Die Abrechnung geschieht erfolgsabhängig, so dass nur für generierte Leads Kosten anfallen.

### Interessentengewinnung mit iLead:



Quelle: Unternehmen

Außerdem bietet ad pepper mit Click Generierung Pay-per-Click Kampagnen an. Auf den Webseiten des Ad Network von ad pepper werden Anzeigen geschaltet, für die der Kunde nur bezahlt, wenn User über den Link der Anzeige auf die Ziel-Website gelangen. So kann der Kunde den Traffic seiner Website bei vorgegebenem Budget steigern.

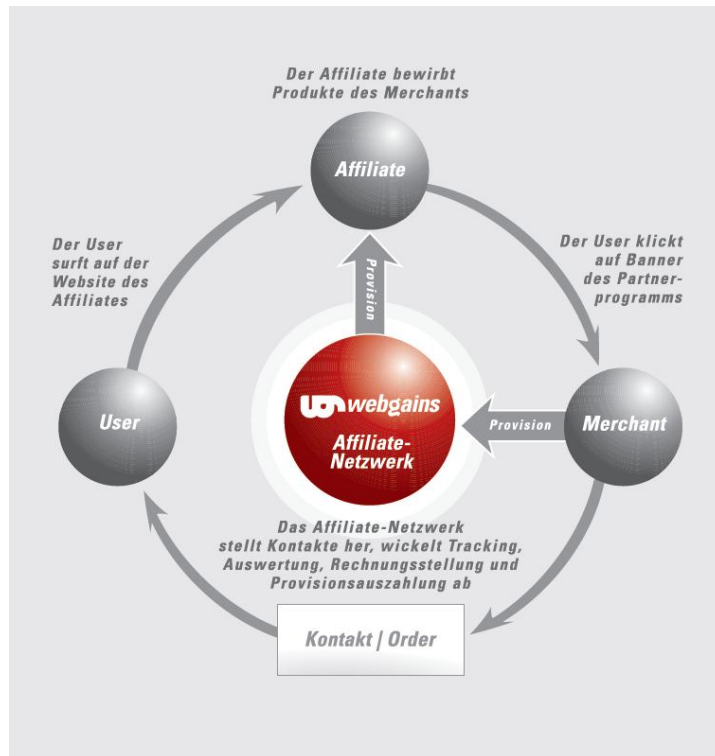
## Affiliate Netzwerk (Webgains)

Mit seinem Affiliate Netzwerk Webgains tritt ad pepper als Vermittler zwischen Werbetreibenden (Merchants) und Vertriebspartnern (Affiliates) auf. ad pepper stellt den Kontakt zwischen beiden Parteien her und übernimmt die technische und finanzielle Abwicklung, sowie das Reporting.



Über einen Link, der den Affiliate beim Merchant identifiziert, wirbt der Affiliate auf seiner Website für Produkte des Merchants. Klickt ein User auf den Link, ist eindeutig, welcher Affiliate den Kontakt hergestellt hat. Je nach Vereinbarung erhält der Affiliate schon eine Provision für den Klick auf den Link (Pay-per-Click) oder erst bei erfolgreichem Verkauf des Produkts (Pay-per-Sale). In jedem Fall wird eine erfolgsabhängige Provision gezahlt.

## Das Affiliate-Netzwerk Webgains



Quelle: Unternehmen

Laut ad pepper liegt der Vorteil von Webgains in der einfachen Bedienbarkeit und der Möglichkeit für den Merchant, das Reporting individuell anzupassen und sich die Daten maßgeschneidert aufbereiten zu lassen. Außerdem besteht die Möglichkeit, umfangreiche Einstellungen beim Affiliate-Management vorzunehmen. So können nicht nur differenzierte Provisionen für unterschiedliche Produkte gewählt werden, Der Merchant kann auch wählen, dass für Traffic aus bestimmten Ländern keine Provision gezahlt wird. Damit kann ausgeschlossen werden, dass für Kunden mit geringer Relevanz gezahlt werden muss und hilft, Betrug zu verhindern. Ebenfalls zum Verhindern von Betrug werden außerdem moderne Verfahren eingesetzt, die Betrugsversuche erkennen und so den Merchant vor unberechtigten Provisionszahlungen schützen sollen.

Ein neues auf iSense basierendes Produkt ist iSense SiteSeeker. Diese Technologie kategorisiert die Webseiten der Affiliates aufgrund der Analyse des Inhalts und ermöglicht ein automatisiertes Matching von Merchant und Affiliate. Damit können Merchants passende Webseitenpartner finden und Affiliates müssen ihre Websites nicht mehr eigenhändig kategorisieren, da dies automatisch geschieht.

Webgains ist in acht europäischen Ländern und den USA vertreten und gehört zu den am schnellsten wachsenden Ad Networks in Europa. Derzeit arbeiten ca. 1.250 Werbetreibende und etwa 67.000 Affiliates in acht Ländern mit Webgains zusammen.



## E-Mail Marketing (mailpepper)

Mit dem Produkt mailpepper bietet ad pepper media Dienstleistungen im Bereich Permission-Marketing an. Hierbei handelt es sich um den Versand von Werbung oder Informationen per E-Mail, wobei dafür die ausdrückliche Zustimmung des Kunden vorliegt. mailpepper bietet Beratung des Kunden, Entwurf und Versand der Sendungen sowie eine Erfolgskontrolle an. Der Kunde kann spezifizieren, ob der Versand in breite Zielgruppen oder an thematisch definierte Empfänger erfolgen soll.

Der Versand erfolgt mit Hilfe von Partnerunternehmen, welche die E-Mailadressen der User und die Absenderkennung bereit stellen, damit der User die E-Mails von vertrauten Absendern empfängt. Gleichzeitig ist durch die Nutzung von Userprofilen der Versand an spitze Zielgruppen möglich, da die Interessen der User bekannt sind. Bei den Partnerunternehmen kann es sich zum Beispiel um Anbieter von kostenlosen E-Mail Diensten handeln, die bei der Registrierung den User nach seinen Interessen befragen und die Zustimmung für Werbe-Mails einholen.

Für das E-Mail Marketing stehen 15 Millionen exklusive E-Mail Profile zur Verfügung.

## Vertrieb und Marketing

Die Neukundengewinnung erfolgt hauptsächlich auf regionaler Ebene über Geschäftskontakte der jeweiligen Niederlassungen. Daneben werden Neukunden durch die Präsentation von ad pepper auf verschiedenen Fachmessen in den wichtigsten Märkten wie bspw. Deutschland, Frankreich, USA und UK gewonnen. Großkunden werden vom internationalen Sales Team akquiriert bzw. durch Testprojekte gewonnen, die bei erfolgreicher Durchführung in größere Folgeaufträge münden.

## Die Unternehmen der ad pepper media-Gruppe:

### Ad Serving (Emediate)

Im Jahr 2007 hat ad pepper media den Ad Serving Provider Emediate übernommen und sich damit im Bereich Ad Serving unabhängig von Drittanbietern gemacht. Mittlerweile nutzt ad pepper die Technologie in allen Ländern, um Kosten zu sparen und um sie an die eigenen Bedürfnisse anzupassen. Für den Einsatz der Sense Engine™ Technologie ist ein eigener Ad Server wichtig, gleichzeitig nutzen Kunden wie Online-Marketing Netzwerke und –Dienstleister Emediate. Durch eine Konsolidierung in diesem Bereich in den letzten Jahren ist Emediate einer der wenigen unabhängigen Nischenanbieter neben den großen Playern wie Google.

### Suchmaschinen-Marketing (ad agents)

Im Jahr 2007 erwarb ad pepper media 60 Prozent an der ad agents GmbH. Das Tochterunternehmen mit seinen 40 Mitarbeitern ist spezialisiert auf Marketingmaßnahmen im Internet. Hierzu zählen Lösungen in annähernd allen Bereichen des Suchmaschinen-Marketings (SEM) und der Suchmaschinen-Optimierung (SEO). Diese Dienstleistungen ergänzen das Produktportfolio von ad pepper. Außerdem bietet ad agents Consulting sowie Affiliate- und regionales Online-Marketing Management an. Kunden von ad agents sind unter anderem Unternehmen aus dem Versandhandel und der Reisebranche. Der Kundenfokus liegt auf internationalen Kunden und Großkunden, es werden jedoch auch kleine und mittelständische Unternehmen betreut.

Im Bereich der kostenpflichtigen Einträge in den Ergebnislisten der Suchmaschinen arbeitet das Unternehmen mit Google, Yahoo!Search und Bing zusammen. Zu den angebotenen Services gehört die Analyse und Optimierung von Kampagnen sowie automatische Wettbewerbsüberwachung auf Keywordbasis, Suchwortanalyse, KeyWord-Kette und Trademarkschutz.

Bei der Suchmaschinen-Optimierung wird auf Basis einer Analyse der Kunden-Website ein individuelles Konzept erstellt und umgesetzt. Ziel ist das Erscheinen der Website auf höheren Plätzen im Suchmaschinenranking.

Die Lösung für regionales Online-Marketing von ad agents heißt regio.ad. Damit werden Anzeigen auf Suchmaschinen und Onlineportalen nur für User aus der vom Kunden gewünschten Region eingeblendet. Bei Usern aus einer anderen Region oder wenn der User nicht geografisch zugeordnet werden kann, wird die Anzeige nicht eingeblendet. Abhängig vom Standort der User können zwischen 50 und 80 Prozent lokalisiert werden, abhängig von technischen Gegebenheiten, dem Ausbaustand des Internets und den Userinstellungen.

### **E-Mail Marketing-Technologie (Globase)**

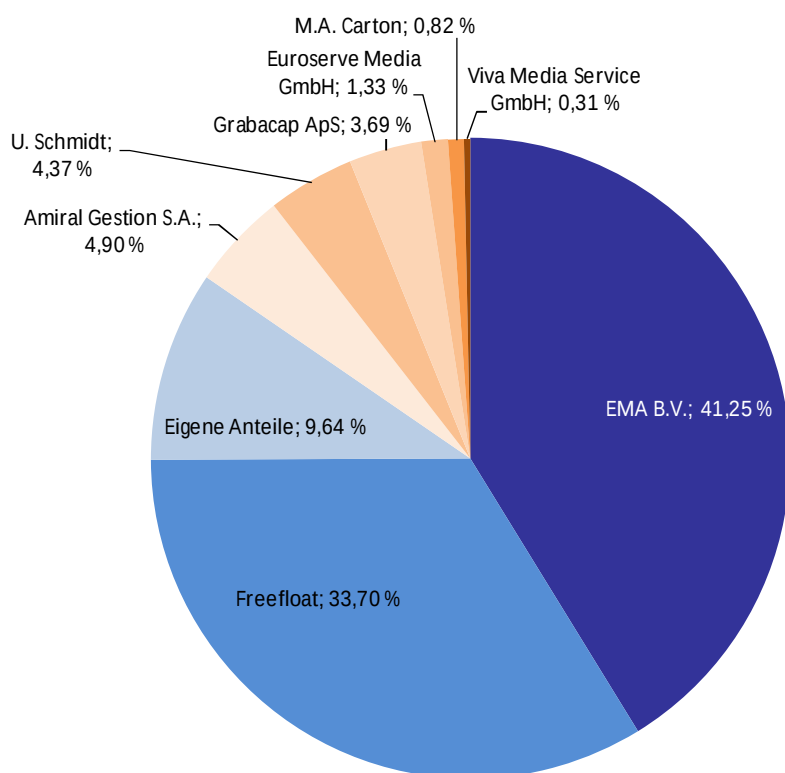
Globase ist ein E-Mail- und Direktmarketing Tool, mit dem E-Mail Kampagnen, Umfragen und SMS-Kampagnen gestaltet und durchgeführt werden können. Mit dem Tool können außerdem die Statistiken der Kampagnen ausgewertet werden, womit eine Performancemessung integriert ist.

## **4 Kundenstruktur**

Die Technologie ist bei dem Geschäftsmodell von Webgains ein entscheidender Faktor. Mit den oben erläuterten Abrechnungsmodellen liegt das unternehmerische Risiko auf Seiten des Affiliates und des Affiliate Netzwerk Betreibers. Nur bei erfolgtem Umsatz bzw. bei einem messbaren Erfolg werden Provisionen bezahlt. Affiliate und Netzwerkbetreiber sind davon abhängig, dass die Werbeanzeigen im richtigen Kontext platziert werden. Der Betreiber des Netzwerks, der die Technik bereit stellt und betreibt, kann direkt Einfluss auf den Erfolg der Kampagne nehmen. Der Affiliate hingegen ist darauf angewiesen, dass er mit einem erfolgreichen Affiliate Netzwerk Betreiber zusammen arbeitet. Umsätze beim Affiliate lassen sich nur mit Produkten erzielen, nach denen eine Nachfrage beim Endkunden besteht und deren Werbung im richtigen Umfeld platziert wird. Der Netzwerkbetreiber muss daher über die richtigen Werbekunden und eine funktionierende Technik verfügen, damit er für Betreiber von Websites für eine Zusammenarbeit als Affiliate interessant ist.

Der Werbekunde ist daran interessiert, dass die Werbung für seine Produkte auf den richtigen Webseiten im richtigen Kontext platziert wird, damit möglichst viele Produkte verkauft bzw. Leads generiert werden. Für beide Kundengruppen ist daher entscheidend, mit einem Netzwerkbetreiber zusammen zu arbeiten, der sowohl über ein umfangreiches Kundennetzwerk auf Seiten der jeweils anderen Kundengruppe, als auch über eine Technologie verfügt, die Werbeanzeigen im passenden Umfeld platziert. Mit Sense Engine verfügt ad pepper über eine Technologie, die einzigartig ist und deren Entwicklungskosten zum größten Teil abgeschlossen sind. Die iSense Technologie könnte ein entscheidender Faktor für die zukünftige Kundengewinnung sein. Sollte sich ad pepper anhand dieser Lösung von Wettbewerbern, die nicht über semantische Targeting Technologie verfügen, abgrenzen können, könnte sich die Gesellschaft auf der Kundenseite als Qualitätsanbieter positionieren. Mit erfolgreichen Kampagnen sollte eine hohe Kundenbindung und Neukundengewinnung sowohl bei Websites als auch bei Werbetreibenden möglich sein.

## 5 Aktionärsstruktur



| Aktionär                | Anteil  |
|-------------------------|---------|
| EMA B.V.                | 41,25 % |
| Freefloat               | 33,70 % |
| Eigene Anteile          | 9,64 %  |
| Amiral Gestion S.A.     | 4,90 %  |
| U. Schmidt              | 4,37 %  |
| Grabacap ApS            | 3,69 %  |
| Euroserve Media GmbH    | 1,33 %  |
| M.A. Carton             | 0,82 %  |
| Viva Media Service GmbH | 0,31 %  |

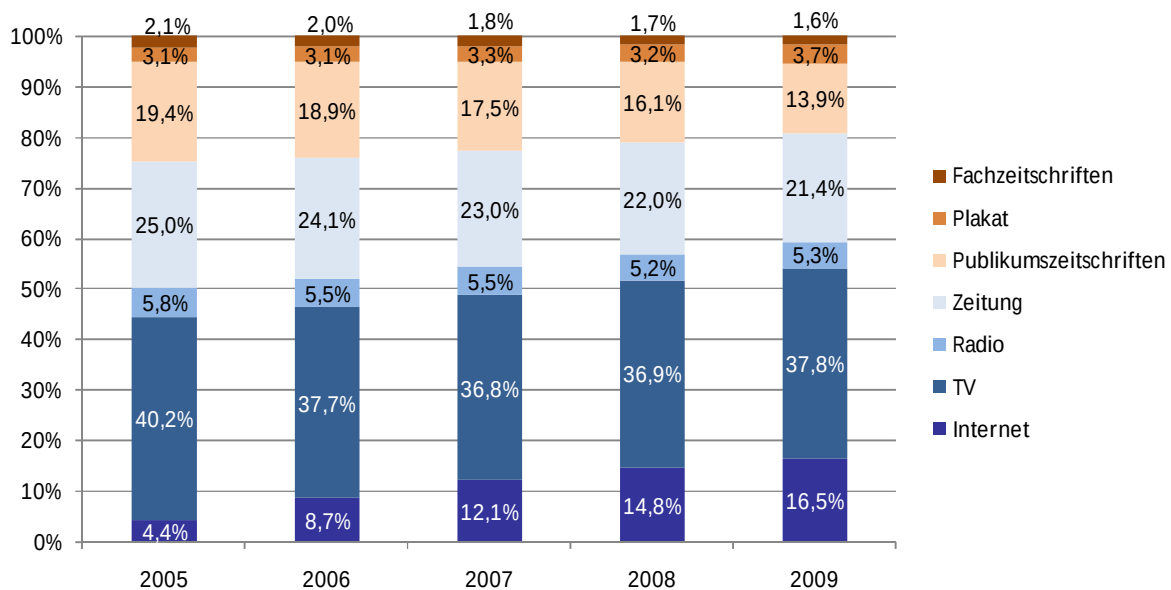
Quelle: Unternehmen; Dr. Kalliwoda Research GmbH

## 6 Markt und Wettbewerb

Das Geschäft von ad pepper ist gekennzeichnet durch einen starken Wettbewerb. Dabei konkurriert die Gesellschaft nicht nur mit anderen Anbietern von Online-Marketing Dienstleistungen, sondern auch mit traditionellen Werbemedien. Dazu gehören Direkt-Marketing, Fernsehen, Radio und Printmedien. Werbekunden entscheiden, in welchen Medien sie das zur Verfügung stehende Werbebudget investieren. Laut dem Zentralverband der deutschen Werbewirtschaft (ZAW) verschieben sich die Anteile der Mediengruppen am Werbegeschäft. So stieg der Anteil der Online Werbung an den Netto-Werbeeinnahmen von weit unter 1% im Jahr 1999 auf 4% im Jahr 2008. Damit liegt Online-Werbung gleich auf mit Außenwerbung und schon vor dem Hörfunk (3%) und Wochen- und Sonntagszeitungen (1%). Spitzenreiter in der Rangliste sind Tageszeitungen mit 21% (von 28% im Jahr 1999) und TV-Sender mit konstant 20%. Auch das Interactive Advertising Bureau (IAB) sah 2009 eine Verschiebung der Werbeausgaben in den USA hin zu Online-Werbung. Für Januar 2010

sahen die Experten von Nielsen Media Research das Internet auf dem vierten Rang der Above-the-Line Medien.

### Marktanteile der Mediengattungen



Quelle: OVK Online-Report 2010/01; Dr. Kalliwoda Research GmbH

Gemäß Online-Vermarkterkreis (OVK) im Bundesverband Digitale Wirtschaft (BVDW) e.V. liegt der Anteil der Internetnutzer bei den Deutschen über 14 Jahren bei ca. 68%. Im Vergleich dazu ist der Anteil an Werbeausgaben, der für Online-Werbung ausgegeben wird, gering. Wir erwarten, dass sich diese Diskepranz in den Jahren durch höhere Budgets für Online-Marketing zunehmend ausgleichen wird. Diese Einschätzung wird gestützt von der Umfrage „Ad Barometer“ der European Interactive Advertising Association (EIAA).

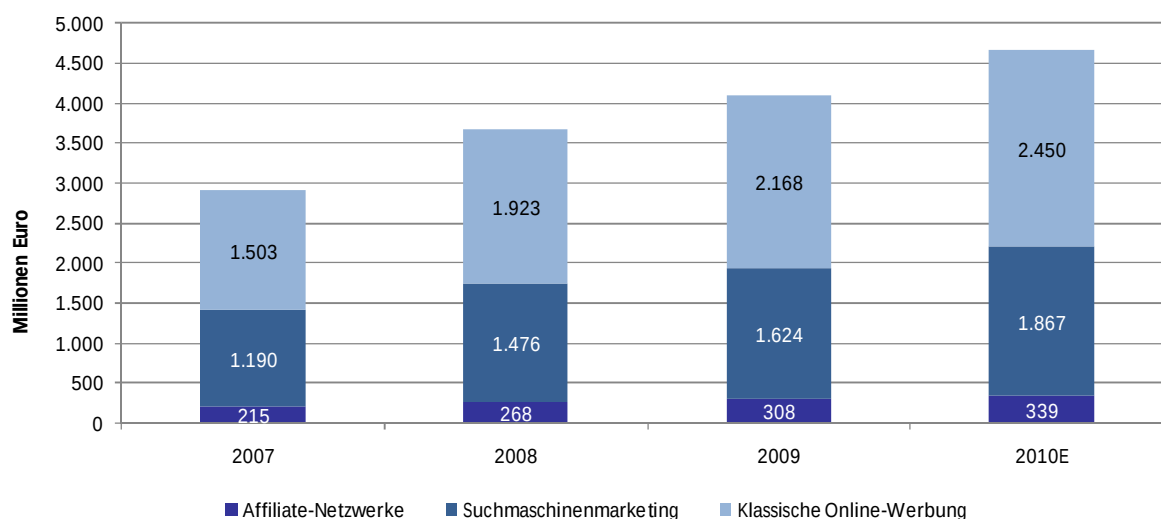
Zwar sind die Investitionen in Werbung in den letzten Jahren nominal leicht gestiegen. Laut Zentralverband der deutschen Werbewirtschaft ist der Anteil der Werbeausgaben am Bruttoinlandsprodukt BIP jedoch gesunken. lag diese Zahl im Jahr 2000 noch bei 1,61% des BIP, sank sie seitdem jährlich und lag 2008 mit 1,23% auf dem Niveau von 1958. Diese sinkende Werbedynamik sollte jedoch auf die Wachstumsraten des Online-Marketing nur geringen Einfluss haben, da diese vor allem von Verschiebungen der Werbebudgets zulasten der traditionellen Werbeformen getrieben werden.

Der Vorteil von Online-Marketing liegt unseres Erachtens darin, dass die Ansprache von sehr spitzen Zielgruppen möglich ist. Dadurch sind Streuverluste geringer, verglichen mit traditionellen Werbeformen. Außerdem ist online eine relativ einfache und genaue Performancemessung möglich. Die Tatsache, dass ein Großteil der Online-Kampagnen erfolgsabhängig vergütet wird, macht diesen Markt für Werbetreibende zusätzlich attraktiv. Nur bei einem messbaren Erfolg, wie einem Klick, einem Kauf oder ähnlichem, wird eine Vergütung fällig. Diese Abrechnungsmodelle sind vor allem in konjunkturellen schwachen Phasen gefragt, da das Werbebudget dann gezielt eingesetzt werden kann und nur bei tatsächlicher Neukundengewinnung bzw. tatsächlich getätigtem Kauf Kosten anfallen. Dies wird ermöglicht durch die Interaktion, die das Medium Internet bietet. Der User kann sofort auf die Werbung, die er sieht, reagieren und Informationen bestellen, sich für einen Newsletter anmelden oder ein Geschäft abschliessen.

Im Jahr 2009 ist das Bruttowerbevolumen im Online-Bereich laut OVK mit 12% gewachsen. Verglichen mit den Wachstumsraten der Vorjahre von deutlich über 20% musste das Wachstum aufgrund der allgemeinen Finanz- und Wirtschaftskrise einen Dämpfer hinnehmen. Die zweistelligen Wachstumsraten zeigen jedoch, dass sich die Branche noch in der Wachstumsphase befindet. Wir erwarten daher für die kommenden Jahre weiterhin stabiles Wachstum. Der OVK prognostiziert für 2010 ein Wachstum von 14% für die Branche.

Der größte Anteil an den Bruttoinvestitionen in Online-Marketing im Jahr 2009 entfiel mit 2,2 Milliarden Euro auf klassische Online-Werbung, gefolgt von Suchmaschinenmarketing mit 1,6 Milliarden Euro. Die restlichen 300 Millionen Euro wurden in Affiliate Marketing investiert.

### Werbestatistik nach Segmenten



Quelle: OVK Online-Report 2010/01; Dr. Kalliwoda Research GmbH

Laut BVDW werden 5-10% aller Ad Impressions im deutschen Online-Werbemarkt über Targeting ausgeliefert. Wir sehen hier noch Wachstumschancen für ad pepper mit der semantischen Targeting-Lösung iSense, wenn sich diese Technologie langfristig als erfolgreicher gegenüber den Methoden der Wettbewerber herausstellt.

Die Webtreibenden im Internet sind nach wie vor hauptsächlich Internet-Unternehmen. Die klassischen Branchen mit hohem Werbeaufkommen wie der Automobilsektor oder sonstige Konsumgüterhersteller investieren zwar mehr in Online-Marketing als früher, sind hier aber noch unterproportional vertreten. Unternehmen der Telekommunikationsbranche, Finanzdienstleister, Automobilunternehmen und die Reisebranche waren laut W3Scan 2009 diejenigen mit der höchsten Werbeleistung im Internet.

Neben den traditionellen Werbemedien steht ad pepper mit Unternehmen im Wettbewerb, die ebenfalls im Sektor Online-Marketing tätig sind. Der Markt in Deutschland ist noch immer stark fragmentiert, obwohl in den letzten Jahren eine verstärkte Konsolidierung eingetreten ist. Große Player wie Google oder Microsoft haben zahlreiche Zukäufe getätigt. Weitere große Unternehmen der Internetbranche wie eBay oder Yahoo stehen neben großen Verlagshäusern, die aufgrund sinkender Werbeeinnahmen in ihrem Kerngeschäft in den Online-Markt drängen, im Wettbewerb mit ad pepper. Viele weitere Konkurrenten sind nicht börsennotierte Unternehmen, die zum Teil jedoch über eine beachtliche Größe verfügen.

Der Markt war bis vor einigen Jahren dominiert von Nischenanbietern. Der Trend geht jedoch zu umfassenderen Service-Angeboten. Die großen Wettbewerber von ad pepper sind ebenfalls international aufgestellt und haben sich in Richtung Performance-Spezialist entwickelt. Neben den Display und Affiliate Marketing Services verfügen sie gleichfalls über eigene Lösungen im Bereich Targeting und stehen damit im Wettbewerb zur ad pepper eigenen Targeting-Technologie iSense. Lediglich im Bereich Ad Serving ist die Anzahl an unabhängigen Anbietern gering. Große Anbieter wie Google sind, durch Akquisitionen, auf diesem Gebiet führend. Positiv sehen wir das Wachstum von Webgains, das zu den dynamischsten am Markt zählt. Je größer das Netzwerk des Betreibers ist, desto besser sind die Chancen auf erfolgreiche Kampagnen. Dieser Umstand könnte zu einer weiter zunehmenden Konsolidierung der Branche führen, da große Player Anreize finden, ihre Reichweiten auszubauen. Dadurch würde die Anzahl der Wettbewerber geringer und die Eintrittsbarrieren höher. Allerdings würde der Wettbewerbsdruck zunehmen, insbesondere auf die verbliebenen kleineren Player.

Entscheidend wird unter anderem sein, wie sich die iSense Technologie durchsetzt. Wenn sie sich als den Technologien der Wettbewerber überlegen erweist, könnte dies ein deutlicher Wachstumstreiber sein. Nach Aussage von ad pepper funktioniert die Technologie. Falls sich mit iSense aufgrund der geringen Größe keine deutlichen Umsatzsteigerungen erzielen lassen, könnte ad pepper media die Technologie an größere Wettbewerber verkaufen.

ad pepper ist Spezialist im Performance-Marketing, dem am meisten wachsenden Segment des Online-Marketings. Daneben wird eine Vielzahl von Bereichen des Online-Werbemarktes abgedeckt. Wir sehen die Gesellschaft damit im Vorteil gegenüber Wettbewerbern, die nur Nischenprodukte anbieten. Der Kunde hat die Möglichkeit des One-Stop-Shopping und mit zusätzlich verfügbaren Produkten die Gelegenheit, auf unterschiedliche ökonomische Situationen zu reagieren (in schwachen Phasen Trend zu erfolgsabhängig vergüteten Produkten), bzw. jedes Werbeziel abzudecken. ad pepper befindet sich mit der internationalen Ausrichtung auf dem richtigen Weg, für den Kunden nicht nur einen One-Stop-Shopping anzubieten, sondern auch geografisch Kampagnen mit großer Reichweite zu ermöglichen. Allerdings sind größere Wettbewerber ebenfalls dabei, weiter international zu expandieren und die Reichweite zu vergrößern. Die relativ geringe Größe könnte ad pepper zu einem Übernahmekandidaten machen. Da im Online-Marketing eine breite Angebotspalette von Vorteil ist, könnte es für größere Wettbewerber interessant sein, durch die Akquisition kleinerer Gesellschaften ihr Angebot auszubauen. Mit der Sense Engine™ Technologie verfügt ad pepper über ein Alleinstellungsmerkmal, das ein zusätzlicher Anreiz für potenzielle Käufer sein könnte.

## 7 Wachstumsstrategie

Mit Fertigstellung der iSense Technologie in Spanisch wird ad pepper eine gesamteuropäische Abdeckung vorweisen können. Dies ist eine Voraussetzung, um an große länderübergreifende Aufträge zu gelangen. Die Gesellschaft hat die Internationalisierung in den letzten Jahren gezielt voran getrieben, um sich entsprechend strategisch auszurichten. Für die Zukunft erwartet die Gesellschaft, hier verstärkt neue Aufträge gewinnen zu können. Wir sehen dies als richtigen und wichtigen Schritt an, um Marktanteile gewinnen zu können. Nur mit internationaler Reichweite können große internationale Werbekunden wie Autobauer und sonstige Konsumgüterhersteller gewonnen werden.

Eine weitere strategische Ausrichtung von ad pepper media ist die Positionierung als Spezialist im Performance-Marketing. In der Vergangenheit wurden immer wieder neue Bereiche durch Akquisitionen erschlossen. Auch in der Zukunft will ad pepper möglichst alle Bereiche des Online-



Marketing abdecken, da insbesondere Agenturen einen Full-Service Dienstleister bevorzugen. Da sich im Online-Werbemarkt ein schneller technologischer Wandel vollzieht, kann dieses Ziel unter Umständen mit erheblichem Aufwand verbunden sein, da Kunden stets die neuesten Branchenstandards und Produkte verlangen. Auch diese Strategie bewerten wir positiv, da hieraus ein Wettbewerbsvorteil gegenüber Nischenanbietern entstehen kann. Der Kunde erhält alle gewünschten Dienstleistungen für seine Kampagne aus einer Hand und muss nicht unterschiedliche Unternehmen für verschiedene Online-Werbeformate beauftragen.

Durch die patentierte iSense Technologie hofft ad pepper, einen Wettbewerbsvorteil gegenüber der Konkurrenz zu haben. Auch die Wettbewerber verfügen über Targeting Lösungen, jedoch unseres Wissens nicht über semantische Targeting Technologie wie ad pepper. Sollte sich die iSense Technologie als überlegen erweisen, könnte sich die Gesellschaft als Qualitätsanbieter am Markt positionieren und dadurch Marktanteile gewinnen.

Das Produkt Webgains wird zunehmend als europäischer Player wahrgenommen. Im Jahr 2009 wurden die Märkte USA und Spanien erschlossen und ist damit neben den USA in acht europäischen Ländern vertreten. ad pepper erhofft sich hier deutliche Steigerungen bei bisher nur in begrenztem Umfang vorhandenen paneuropäischen Aufträgen. Webgains gewinnt als mittelgroßer Player Marktanteile und soll dieses Wachstum weiter fortsetzen, unterstützt durch die weiter ausgebaute internationale Ausrichtung.

Auch das Geschäft mit Suchmaschinenmarketing und –optimierung der Tochter ad agents wächst und gewinnt Marktanteile hinzu. Dieser Kurs soll ebenfalls fortgesetzt werden.

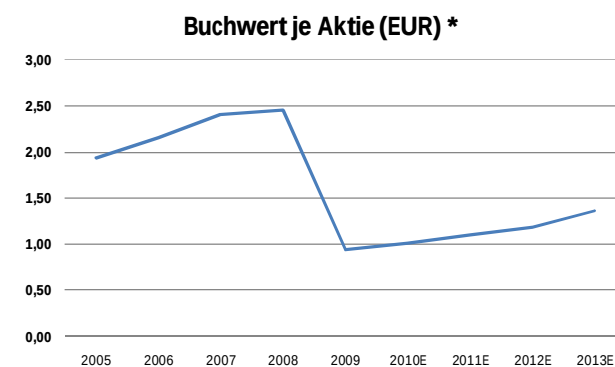
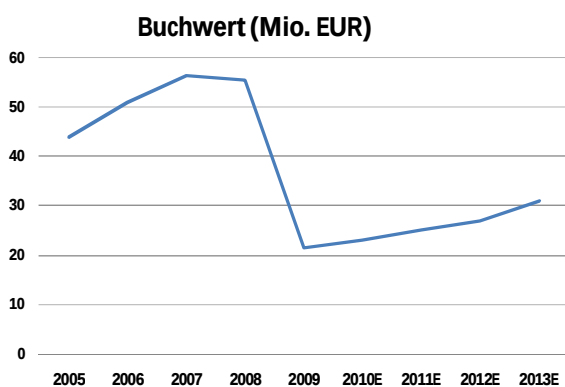
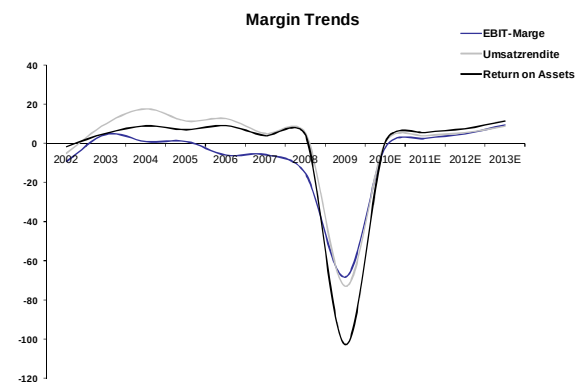
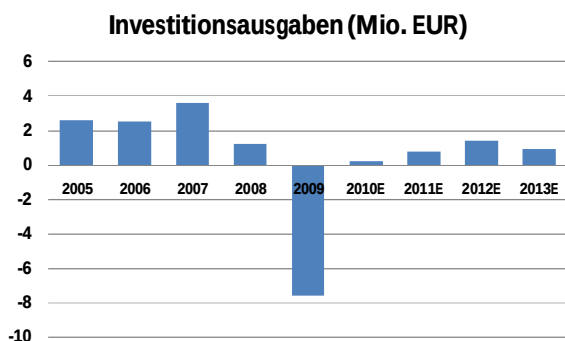
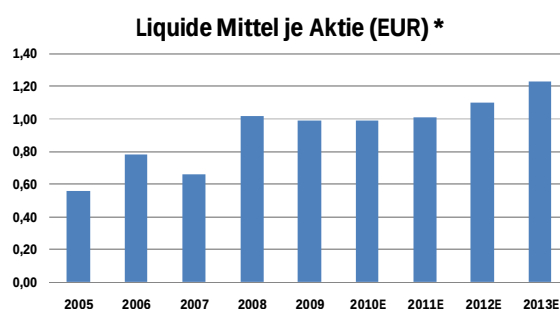
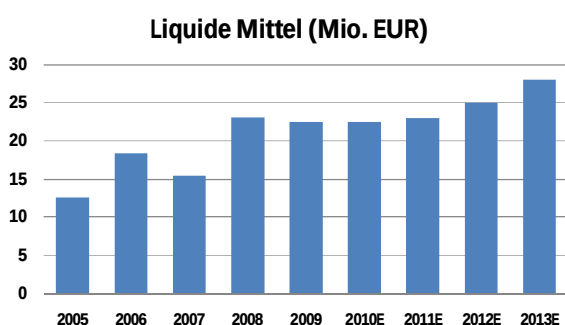
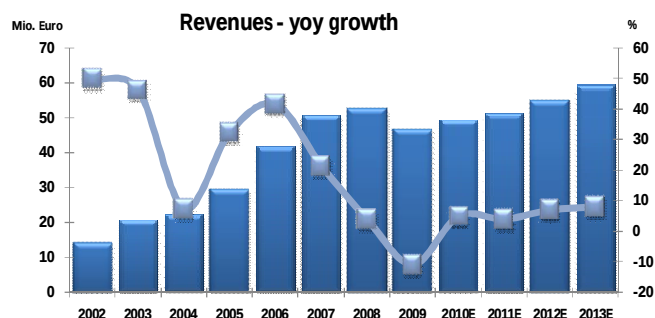
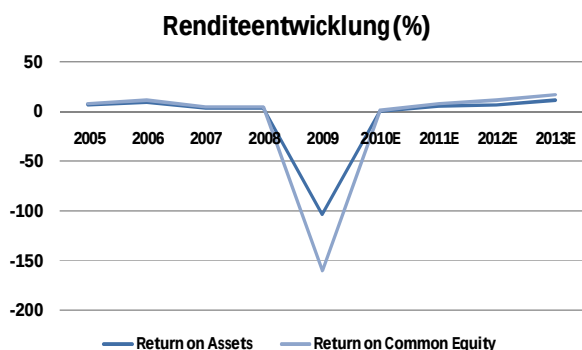
Wir glauben, dass die Gesellschaft sich vielversprechend positioniert hat. Der Online-Werbemarkt sollte sein Wachstum fortsetzen, so dass wir ad pepper in einer Branche mit guten Aussichten sehen. Die ausgebaute internationale Ausrichtung in Verbindung mit der Positionierung als Full-Service Anbieter sehen wir ebenfalls positiv. Beide Aspekte sind für die Gewinnung von großen internationalen Werbekunden entscheidend. Die Frage wird sein, ob sich ad pepper gegen die großen Wettbewerber (bspw. Google und Microsoft) behaupten kann.

## 8 SWOT

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



## 9 Absatz-, Rendite- und Ertragsindikatoren



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

## 10 Kennzahlenübersicht

### Kennzahlen ad pepper media International NV

| Aktienkursbezogene Kennzahlen (EUR) |            | GuV-Kennzahlen (EUR, M)             |        | Bewertungskennzahlen (Daten: Unternehmen) |        |
|-------------------------------------|------------|-------------------------------------|--------|-------------------------------------------|--------|
| Letzter Kurs                        | 1,45       | Umsatzerlöse, LFI:                  | 11,44  | Curr P/E Normalized, LFY:                 | 12,53  |
| Datum                               | 12.03.2010 | Umsatzerlöse, LTM:                  | 48,99  | Curr EV/Tot Revenue (LFI/LTM):            | 0,27   |
| Kurs - 52 W Hoch                    | 1,56       | Umsatzerlöse, LFY:                  | 52,64  | Curr EV/EBITDA (LFI/LTM):                 | -      |
| Datum (Hoch)                        | 08.03.2010 | EBITDA, LFI:                        | -27,84 | Curr EV/EBIT (LFI/LTM):                   | -      |
| Kurs - 52 W Tief                    | 0,43       | EBITDA, LTM:                        | -29,43 | Curr Mkt Cap (m):                         | 30,12  |
| Datum (Tief)                        | 27.05.2009 | EBITDA, LFY:                        | -3,65  | (+) Tot Debt Cap, LFI (m):                | 4,26   |
| Kurs % 1 Tag                        | 1,40%      | EBIT, LFI:                          | -28,4  | (-) Cash & Equiv, LFI (m):                | -21,14 |
| Kurs % 4 Wochen                     | 20,83%     | EBIT, LTM:                          | -31,95 | (=) Curr EV, LFI (m):                     | 13,24  |
| Kurs % 13 Wochen                    | 22,88%     | EBIT, LFY:                          | -8,35  | Curr EV/Tot Revenue (LFY):                | 0,18   |
| Kurs % 26 Wochen                    | 11,54%     | Ergebnis vor Steuern, LFI:          | -31,32 | Curr EV/EBITDA (LFY):                     | -      |
| Kurs % 52 Wochen                    | 89,54%     | Ergebnis vor Steuern, LTM:          | -32,35 | Curr EV/EBIT (LFY):                       | -      |
| Kurs % Chg YTD:                     | 22,88%     | Ergebnis vor Steuern, LFY:          | 3,73   | Curr Mkt Cap (m):                         | 30,12  |
| 10 Day Avg tgl Vol (M):             | 0,09       | Nettoergebnis, LFI:                 | -31,78 | (+) Tot Debt Cap, LFY (m):                | 2,62   |
| 3 Mo Avg monatl Vol (M):            | 1,01       | Nettoergebnis, LTM:                 | -34,44 | (-) Cash & Equiv, LFY (m):                | -23,04 |
| Beta 5Yr monatl                     | 1,02       | Income Avail Comm, Normalized, LFY: | 2,62   | (=) Curr EV, LFY (m):                     | 9,7    |

| Kennzahlen je Aktie         |      | Profitabilität - Margen (%)    |        | Deckungsgrade            |      |
|-----------------------------|------|--------------------------------|--------|--------------------------|------|
| Ergebnis je Aktie, LFY:     | 0,12 | Rohergebnis % Marge, LTM:      | 44,7   | Quick Ratio, LFY:        | 2,81 |
| Umsatzerlöse je Aktie, LFY: | 2,33 | Rohergebnis % Marge, LFY:      | 42,8   | Curr Ratio, LFI:         | 1,99 |
| Tot Cash je Aktie, LFY:     | 0,79 | EBITDA % Marge, LTM:           | -60,07 | Curr Ratio, LFY:         | 2,81 |
| Cash Flow je Aktie, LFY:    | 0,32 | EBITDA % Marge, LFY:           | -6,93  | LT Debt/Tot Eqty, LFI:   | 0    |
| Buchwert je Aktie, LFI:     | 1,03 | Betriebsergebnis % Marge, LFI: | -248,3 | LT Debt/Tot Assets, LFI: | 0    |
| Buchwert je Aktie, LFY:     | 2,52 | Betriebsergebnis % Marge, LTM: | -65,21 | Tot Debt/Tot Eqty, LFY:  | 0    |

| Wachstumsraten (%)           |           | Renditekennzahlen (%) |        | Mitarbeiter                     |             |
|------------------------------|-----------|-----------------------|--------|---------------------------------|-------------|
| Umsatz %Yr/Yr, LFI:          | -0,26     | ROC Tot LT Cap, LFI:  | -85,29 | Anzahl Mitarbeiter              | 236         |
| Umsatz %Yr/Yr, LTM:          | -7,17     | ROC Tot LT Cap, LTM:  | -85,96 | Umsatzerlöse/Mitarbeiter, LFI:  | 191.157,04  |
| Umsatz %Yr/Yr, LFY:          | 3,98      | ROC Tot LT Cap, LFY:  | -25,73 | Umsatzerlöse/Mitarbeiter, LTM:  | 204.133,33  |
| Umsatz - 5 Yr. Wachstumsrate | 20,52     | ROE Comm Eqty, LFI:   | 20,05  | Umsatzerlöse/Mitarbeiter, LFY:  | 219.325,00  |
| EPS, %Yr/Yr, LFI:            | -2.823,31 | ROE Comm Eqty, LTM:   | -6,38  | Nettoergebnis/Mitarbeiter, LFI: | -531.155,21 |
| EPS, %Yr/Yr, LTM:            | -1.322,73 | ROE Comm Eqty, LFY:   | 4,69   | Nettoergebnis/Mitarbeiter, LTM: | -143.512,50 |
| EPS, %Yr/Yr, LFY:            | 5,81      | ROA Tot Assets, LFI:  | -67,53 | Nettoergebnis/Mitarbeiter, LFY: | 10.875,00   |

#### Daten: Reuters

LFI = Last Financial Interim = Letzter Zwischenbericht

LTM = Last Twelve Months = Letzte Zwölf Monate

LFY = Last Financial Year = Letztes Geschäftsjahr

#### Bewertungskennzahlen (Daten Reuters)

|                                |        |
|--------------------------------|--------|
| Curr EV/Tot Revenue (LFI/LTM): | 0,44   |
| Curr EV/EBITDA (LFI/LTM):      | -      |
| Curr EV/EBIT (LFI/LTM):        | -      |
| Curr Mkt Cap (m):              | 30,12  |
| (+) Tot Debt Cap, LFI (m):     | 4,26   |
| (-) Cash & Equiv, LFI (m):     | -12,78 |
| (=) Curr EV, LFI (m):          | 21,6   |
| Curr EV/Tot Revenue (LFY):     | 0,26   |
| Curr EV/EBITDA (LFY):          | -      |
| Curr EV/EBIT (LFY):            | -      |
| Curr Mkt Cap (m):              | 30,12  |
| (+) Tot Debt Cap, LFY (m):     | 2,62   |
| (-) Cash & Equiv, LFY (m):     | -19,1  |
| (=) Curr EV, LFY (m):          | 13,64  |

## 11 Finanzteil

## 12 Gewinn- und Verlustrechnung

| Profit & Loss Statement                                                                             |                |           |            |           |           |           |           |
|-----------------------------------------------------------------------------------------------------|----------------|-----------|------------|-----------|-----------|-----------|-----------|
| Zahlenangaben in EUR m                                                                              | Financial Year |           |            |           |           |           |           |
|                                                                                                     | 2007           | 2008      | 2009       | 2010e     | 2011e     | 2012e     | 2013e     |
| Umsatzerlöse                                                                                        | 51             | 53        | 47         | 49        | 51        | 55        | 59        |
| Umsatzkosten                                                                                        | -26            | -30       | -26        | -26       | -26       | -27       | -28       |
| <b>Bruttoergebnis vom Umsatz</b>                                                                    | <b>24</b>      | <b>23</b> | <b>21</b>  | <b>24</b> | <b>25</b> | <b>28</b> | <b>31</b> |
| Vertriebskosten                                                                                     | -15            | -17       | -14        | -14       | -14       | -15       | -15       |
| Allgemeine und Verwaltungskosten                                                                    | -11            | -12       | -9         | -9        | -9        | -10       | -10       |
| Sonstige betriebliche Erträge                                                                       | 1              | 2         | 1          | 1         | 1         | 1         | 1         |
| Sonstige betriebliche Aufwendungen                                                                  | -2             | -5        | -31        | -3        | -2        | -2        | -2        |
| <b>Operatives Ergebnis</b>                                                                          | <b>-3</b>      | <b>-8</b> | <b>-32</b> | <b>-1</b> | <b>1</b>  | <b>3</b>  | <b>5</b>  |
| Gewinn aus der Veräußerung von Anteilen an assoziierten Unternehmen und von sonstigen Beteiligungen | 7              | 11        | 0          | 0         | 0         | 0         | 0         |
| <b>EBIT</b>                                                                                         | <b>4</b>       | <b>2</b>  | <b>-32</b> | <b>-1</b> | <b>1</b>  | <b>3</b>  | <b>5</b>  |
| Finanzerträge                                                                                       | 1              | 1         | 1          | 2         | 2         | 2         | 2         |
| Finanzaufwendungen                                                                                  | 0              | 0         | -3         | 0         | 0         | 0         | 0         |
| <b>Ergebnis vor Steuern</b>                                                                         | <b>4</b>       | <b>4</b>  | <b>-34</b> | <b>0</b>  | <b>3</b>  | <b>4</b>  | <b>7</b>  |
| Steuern vom Einkommen und Ertrag                                                                    | -2             | -1        | -1         | 0         | -1        | -1        | -2        |
| <b>Periodengewinn</b>                                                                               | <b>3</b>       | <b>3</b>  | <b>-34</b> | <b>0</b>  | <b>2</b>  | <b>3</b>  | <b>5</b>  |
| davon entfallen auf Anteilseigner des Mutterunternehmens                                            | 3              | 3         | -34        | 0         | 2         | 3         | 5         |
| davon entfallen auf Minderheitenanteile                                                             | 0              | 0         | 0          | 0         | 0         | 0         | 0         |
| EPS (unverwässert)                                                                                  | 0,23           | 0,24      | -1,61      | 0,01      | 0,09      | 0,13      | 0,23      |
| EPS (verwässert)                                                                                    | 0,22           | 0,23      | -1,60      | 0,01      | 0,09      | 0,13      | 0,23      |
| <b>Profit &amp; Loss (Year on Year)</b>                                                             |                |           |            |           |           |           |           |
| Umsatzerlöse                                                                                        | 4,0 %          | -10,9 %   | 5,0 %      | 4,0 %     | 7,0 %     | 8,0 %     |           |
| Umsatzkosten                                                                                        | 13,8 %         | -13,6 %   | -1,2 %     | 1,0 %     | 4,0 %     | 4,0 %     |           |
| Bruttoergebnis vom Umsatz                                                                           | -6,8 %         | -7,2 %    | 12,7 %     | 7,3 %     | 10,1 %    | 11,9 %    |           |
| Vertriebskosten                                                                                     | 9,5 %          | -16,6 %   | -3,6 %     | 1,0 %     | 8,0 %     | 2,0 %     |           |
| Allgemeine und Verwaltungskosten                                                                    | 6,3 %          | -22,5 %   | 2,0 %      | 2,0 %     | 2,0 %     | 2,0 %     |           |
| Sonstige betriebliche Erträge                                                                       | 314,6 %        | -59,0 %   | 0,0 %      | 0,0 %     | 0,0 %     | 0,0 %     |           |
| Sonstige betriebliche Aufwendungen                                                                  | 213,1 %        | 529,0 %   | -90,3 %    | -30,0 %   | -5,0 %    | -5,0 %    |           |
| Operatives Ergebnis                                                                                 | 173,2 %        | 284,6 %   | -96,5 %    | -202,0 %  | 118,6 %   | 115,3 %   |           |
| Gewinn aus der Veräußerung von Anteilen an assoziierten Unternehmen und von sonstigen Beteiligungen | 58,4 %         | -100,0 %  |            |           |           |           |           |
| EBIT                                                                                                | -34,4 %        | -1397,3 % | -96,5 %    | -202,0 %  | 118,6 %   | 115,3 %   |           |
| Finanzerträge                                                                                       | 96,1 %         | 0,0 %     | 18,6 %     | 0,0 %     | 0,0 %     | 0,0 %     |           |
| Finanzaufwendungen                                                                                  | -76,5 %        | 24900,0 % | -100,0 %   |           |           |           |           |
| Ergebnis aus laufender Geschäftstätigkeit                                                           | -14,7 %        | -1007,7 % | -101,1 %   | 630,3 %   | 51,7 %    | 72,4 %    |           |
| Steuern                                                                                             | -37,3 %        | -55,2 %   | -81,8 %    | 630,3 %   | 51,7 %    | 72,4 %    |           |
| Konzernergebnis                                                                                     | 0,9 %          | -1415,4 % | -100,8 %   | 630,3 %   | 51,7 %    | 72,4 %    |           |
| <b>Profit &amp; Loss (% of Revenues)</b>                                                            |                |           |            |           |           |           |           |
| Umsatzerlöse                                                                                        | 100,0 %        | 100,0 %   | 100,0 %    | 100,0 %   | 100,0 %   | 100,0 %   |           |
| Umsatzkosten                                                                                        | -52,3 %        | -57,2 %   | -55,4 %    | -52,2 %   | -50,7 %   | -49,3 %   |           |
| Bruttoergebnis vom Umsatz                                                                           | 47,7 %         | 42,8 %    | 44,6 %     | 47,8 %    | 49,3 %    | 50,7 %    |           |
| Vertriebskosten                                                                                     | -30,3 %        | -31,9 %   | -29,9 %    | -27,4 %   | -26,6 %   | -26,9 %   |           |
| Allgemeine und Verwaltungskosten                                                                    | -21,6 %        | -22,1 %   | -19,2 %    | -18,6 %   | -18,3 %   | -17,4 %   |           |
| Sonstige betriebliche Erträge                                                                       | 1,2 %          | 4,6 %     | 2,1 %      | 2,0 %     | 2,0 %     | 1,8 %     |           |
| Sonstige betriebliche Aufwendungen                                                                  | -3,1 %         | -9,4 %    | -66,1 %    | -6,1 %    | -4,1 %    | -3,6 %    |           |
| Operatives Ergebnis                                                                                 | -6,0 %         | -15,9 %   | -68,4 %    | -2,3 %    | 2,3 %     | 4,6 %     |           |
| 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 %     |           |
| EBIT                                                                                                | 7,5 %          | 4,7 %     | -68,4 %    | -2,3 %    | 2,3 %     | 4,6 %     |           |
| Finanzerträge                                                                                       | 1,3 %          | 2,4 %     | 2,7 %      | 3,0 %     | 2,9 %     | 2,7 %     |           |
| Finanzaufwendungen                                                                                  | -0,1 %         | 0,0 %     | -6,4 %     | 0,0 %     | 0,0 %     | 0,0 %     |           |
| Ergebnis aus laufender Geschäftstätigkeit                                                           | 8,6 %          | 7,1 %     | -72,1 %    | 0,7 %     | 5,2 %     | 7,4 %     |           |
| Steuern                                                                                             | -3,5 %         | -2,1 %    | -1,1 %     | -0,2 %    | -1,3 %    | -1,8 %    |           |
| Konzernergebnis                                                                                     | 5,1 %          | 5,0 %     | -73,2 %    | 0,6 %     | 3,9 %     | 5,5 %     |           |

Dr. Kalliwoda | Research © 2010

## 13 Bilanzen

| Bilanzen                                                                           |                |           |           |           |           |           |           |
|------------------------------------------------------------------------------------|----------------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|
| Zahlenangaben in EUR m                                                             | Financial Year |           |           |           |           |           |           |
|                                                                                    | 2007           | 2008      | 2009      | 2010e     | 2011e     | 2012e     | 2013e     |
| <b>Aktiva</b>                                                                      |                |           |           |           |           |           |           |
| <u>Langfristige Vermögenswerte</u>                                                 |                |           |           |           |           |           |           |
| 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<br>Papiere des Anlagevermögens | 0              | 2         | 2         | 3         | 2         | 2         | 2         |
| Zur Veräußerung verfügbare Papiere des<br>Anlagevermögens                          | 2              | 4         | 5         | 6         | 6         | 5         | 5         |
| Andere finanzielle Vermögenswerte                                                  | 1              | 3         | 1         | 1         | 1         | 1         | 1         |
| Latente Steuern                                                                    | 3              | 1         | 0         | 0         | 0         | 0         | 0         |
| <b>Summe langfristige Vermögenswerte</b>                                           | <b>37</b>      | <b>36</b> | <b>10</b> | <b>12</b> | <b>11</b> | <b>10</b> | <b>10</b> |
| <u>Kurzfristige Vermögenswerte</u>                                                 |                |           |           |           |           |           |           |
| Wertpapiere                                                                        | 3              | 11        | 3         | 3         | 4         | 5         | 7         |
| Forderungen aus Lieferungen und Leistungen                                         | 13             | 10        | 6         | 7         | 8         | 9         | 10        |
| Forderungen aus Ertragssteuern                                                     | 1              | 1         | 1         | 1         | 1         | 1         | 1         |
| Rechnungsabgrenzungsposten und sonstige kurzfristige<br>Vermögenswerte             | 1              | 0         | 1         | 1         | 0         | 0         | 0         |
| Sonstige finanzielle Vermögenswerte                                                | 2              | 2         | 0         | 1         | 2         | 3         | 4         |
| Zahlungsmittel und Zahlungsmitteläquivalente                                       | 12             | 6         | 11        | 11        | 11        | 13        | 14        |
| <b>Summe kurzfristige Vermögenswerte</b>                                           | <b>32</b>      | <b>31</b> | <b>23</b> | <b>24</b> | <b>26</b> | <b>31</b> | <b>36</b> |
| <b>Summe Aktiva</b>                                                                | <b>69</b>      | <b>67</b> | <b>33</b> | <b>35</b> | <b>37</b> | <b>41</b> | <b>46</b> |
| <b>Passiva</b>                                                                     |                |           |           |           |           |           |           |
| <u>Auf die Anteilseigner des Mutterunternehmens<br/>entfallendes Eigenkapital</u>  |                |           |           |           |           |           |           |
| 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       | -40       | -38       | -38       | -36       |
| Kumuliertes sonstiges Gesamtergebnis                                               | -2             | -5        | -4        | -3        | -3        | -2        | 0         |
| <b>Summe</b>                                                                       | <b>56</b>      | <b>56</b> | <b>21</b> | <b>23</b> | <b>25</b> | <b>27</b> | <b>31</b> |
| <u>Minderheitenanteile</u>                                                         | 0              | 0         | 0         |           |           |           |           |
| <b>Summe Eigenkapital</b>                                                          | <b>56</b>      | <b>56</b> | <b>21</b> | <b>23</b> | <b>25</b> | <b>27</b> | <b>31</b> |
| <u>Langfristige Verbindlichkeiten</u>                                              |                |           |           |           |           |           |           |
| Latente Steuern                                                                    | 1              | 0         | 0         | 0         | 0         | 0         | 0         |
| <b>Summe langfristige Verbindlichkeiten</b>                                        | <b>1</b>       | <b>0</b>  | <b>0</b>  | <b>0</b>  | <b>0</b>  | <b>0</b>  | <b>0</b>  |
| <u>Kurzfristige Verbindlichkeiten</u>                                              |                |           |           |           |           |           |           |
| Verbindlichkeiten aus Lieferungen und Leistungen                                   | 8              | 7         | 6         | 6         | 7         | 8         | 8         |
| Sonstige kurzfristige Verbindlichkeiten                                            | 1              | 1         | 2         | 2         | 1         | 1         | 2         |
| Sonstige finanzielle Verbindlichkeiten                                             | 3              | 3         | 4         | 4         | 4         | 5         | 5         |
| Verbindlichkeiten aus Ertragssteuern                                               | 0              | 0         | 0         | 0         | 0         | 0         | 0         |
| <b>Summe kurzfristige Verbindlichkeiten</b>                                        | <b>11</b>      | <b>11</b> | <b>12</b> | <b>12</b> | <b>12</b> | <b>14</b> | <b>15</b> |
| <b>Summe Verbindlichkeiten</b>                                                     | <b>12</b>      | <b>11</b> | <b>12</b> | <b>12</b> | <b>12</b> | <b>14</b> | <b>15</b> |
| <b>Bilanzsumme</b>                                                                 | <b>69</b>      | <b>67</b> | <b>33</b> | <b>35</b> | <b>37</b> | <b>41</b> | <b>46</b> |

Dr. Kalliwoda | Research © 2010

## 14 Kapitalflussrechnung

| Cash Flow Statement                                                                                       |                |             |              |             |             |             |             |
|-----------------------------------------------------------------------------------------------------------|----------------|-------------|--------------|-------------|-------------|-------------|-------------|
| Zahlenangaben in EUR m                                                                                    | Financial Year |             |              |             |             |             |             |
|                                                                                                           | 2007           | 2008        | 2009         | 2010e       | 2011e       | 2012e       | 2013e       |
| <b>Periodengewinn/-verlust</b>                                                                            | <b>2,6</b>     | <b>2,6</b>  | <b>-34,3</b> | <b>0,3</b>  | <b>2,0</b>  | <b>3,0</b>  | <b>5,2</b>  |
| <b>Abschreibungen</b>                                                                                     | <b>2,6</b>     | <b>4,7</b>  | <b>32,0</b>  | <b>1,0</b>  | <b>0,7</b>  | <b>0,5</b>  | <b>0,5</b>  |
| Veränderungen der Forderungen aus LuL                                                                     | -2,3           | 1,1         | 3,0          | -0,7        | -1,0        | -1,0        | -1,0        |
| Veränderung der Verbindlichkeiten aus LuL                                                                 | 0,0            | -0,1        | -1,5         | 0,5         | 1,0         | 1,0         | 0,0         |
| Veränderung anderer Aktiva                                                                                | 1,2            | 0,4         | 0,0          | 1           | 1           | 0           | 0           |
| Veränderung anderer Verbindlichkeiten                                                                     | -1,4           | 0,1         | -0,1         | 0,0         | 0,0         | 0,2         | -0,3        |
| <b>Summe der Veränderungen des Working Capitals</b>                                                       | <b>-2,4</b>    | <b>1,5</b>  | <b>1,4</b>   | <b>0,8</b>  | <b>1,0</b>  | <b>0,2</b>  | <b>-1,3</b> |
| 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        | -1,5        | -1,5        | -1,5        |
| Ertragssteuern                                                                                            | 1,8            | 1,1         | 0,8          | 0,1         | 0,7         | 1,0         | 1,7         |
| 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         | 1,5         | 1,5         | 1,5         |
| Gezahlte Zinsen                                                                                           | 0,0            | 0,0         | 0,0          | 0,0         | 0,0         | 0,0         | 0,0         |
| <b>Cashflow aus laufender Geschäftstätigkeit</b>                                                          | <b>-1,8</b>    | <b>-0,7</b> | <b>0,3</b>   | <b>2,3</b>  | <b>5,4</b>  | <b>5,0</b>  | <b>6,2</b>  |
| 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         |
| <b>Cashflow aus Investitionstätigkeit</b>                                                                 | <b>-1,7</b>    | <b>-5,0</b> | <b>7,6</b>   | <b>-0,2</b> | <b>-0,8</b> | <b>-1,4</b> | <b>-0,9</b> |
| 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         |
| <b>Cashflow aus der Finanzierungstätigkeit</b>                                                            | <b>1,1</b>     | <b>-0,4</b> | <b>-1,3</b>  | <b>-2,0</b> | <b>-2,0</b> | <b>-1,0</b> | <b>-2,0</b> |
| <b>Zahlungswirksame Veränderungen der Zahlungsmittel und Zahlungsmitteläquivalente</b>                    | <b>-2,4</b>    | <b>-6,1</b> | <b>6,6</b>   | <b>0,1</b>  | <b>2,6</b>  | <b>2,6</b>  | <b>3,2</b>  |
| Zahlungsmittel und - äquivalente am Anfang der Periode                                                    | 14,4           | 12,0        | 5,8          | 12,3        | 11,4        | 14,1        | 16,4        |
| Einfluss von Wechselkursänderungen auf die Zahlungsmittel und Zahlungsmitteläquivalente                   | 0,1            | -0,1        | -0,2         | -1,0        | 0,2         | -0,3        | -0,2        |
| <b>Zahlungsmittel und -äquivalente am Ende der Periode</b>                                                | <b>12,0</b>    | <b>5,8</b>  | <b>12,3</b>  | <b>11,4</b> | <b>14,1</b> | <b>16,4</b> | <b>19,5</b> |

Dr. Kalliwoda | Research © 2010

## 15 Bewertung

## 16 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 01.03.2010 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 3/2010)

| (Mio. EUR)                            | Phase 1       |               |               |               |               |               |
|---------------------------------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
|                                       | 2010e         | 2011e         | 2012e         | 2013e         | 2014e         | 2015e         |
| <b>Umsatz</b>                         | <b>49,244</b> | <b>51,214</b> | <b>54,799</b> | <b>59,183</b> | <b>60,958</b> | <b>62,787</b> |
| Veränderungsrate                      | 5%            | 4%            | 7%            | 8%            | 3%            | 3%            |
| <b>EBIT</b>                           | <b>-1,136</b> | <b>1,158</b>  | <b>2,532</b>  | <b>5,450</b>  | <b>5,559</b>  | <b>5,671</b>  |
| Veränderungsrate                      | -96%          | -202%         | 119%          | 115%          | 2%            | 2%            |
| Marge                                 | -2,3%         | 2,3%          | 4,6%          | 9,2%          | 9,1%          | 9,0%          |
| Beteiligungsergebnis                  | 0,000         | 0,000         | 0,000         | 0,000         | 0,000         | 0,000         |
| <b>EBT ex. Zinsergebnis</b>           | <b>-1,136</b> | <b>1,158</b>  | <b>2,532</b>  | <b>5,450</b>  | <b>5,559</b>  | <b>5,671</b>  |
| operativer Steueraufwand              | -0,091        | -0,665        | -1,008        | -1,738        | -1,112        | -1,134        |
| Steuerquote (ex. Zinsergebnis)        | -8,0%         | 57,4%         | 39,8%         | 31,9%         | 20,0%         | 20,0%         |
| Abschreibungen imm. Verm. u. Sachanl. | 1,000         | 0,700         | 0,500         | 0,500         | 0,500         | 0,500         |
| Abschreibungsquote (%Umsatz)          | 2,0%          | 14%           | 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)   | 0,834         | 1,000         | 0,200         | -1,300        | -1,326        | -1,353        |
| Working-Capital-Ratio (%Umsatz)       | 17%           | 2,0%          | 0,4%          | -2,2%         | -2,2%         | -2,2%         |
| <b>Investitionen</b>                  | <b>-0,200</b> | <b>-0,800</b> | <b>-1,400</b> | <b>-0,920</b> | <b>-0,966</b> | <b>-1,014</b> |
| Investitionsquote (%Umsatz)           | -0,4%         | -16%          | -2,6%         | -16%          | -16%          | -16%          |
| Sonstige Anpassungen                  | 0,000         | 0,000         | 0,000         | 0,000         | 0,000         | 0,000         |
| <b>Free Cash-Flow</b>                 | <b>0,407</b>  | <b>1,394</b>  | <b>0,824</b>  | <b>1,993</b>  | <b>2,656</b>  | <b>2,670</b>  |



## 17 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  
Angleichungsphase (ab 2016)  
Anfangswachstum des Umsatzes  
Margenentwicklung (p.a.)

3,0%  
5 Jahre  
1,0%  
+1 BP

#### Eigenkapitalkosten

Langfristiger risikoloser Zinssatz  
Risikoprämie Markt / Aktienmarktrendite  
Beta des Unternehmens (Näherung)

4,4%  
5,0%  
1,01

#### Eigenkapitalkostensatz

9,45%

#### Fremdkapitalkosten

Fremdkapitalkostensatz (vor St.)  
Steuersatz auf Fremdkapitalzinsen

7,0%  
30,0%

#### Fremdkapitalkostensatz (nach St.)

4,9%

Wert des Eigenkapitals

34

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 Betafaktor zur Ermittlung des unternehmensspezifischen Risikos orientiert sich an der Wertentwicklung des Referenzindex DAX.

## 18 Fair Value – Sensitivitäten

Der von uns ermittelte faire Wert der Aktie beläuft sich auf EUR 1,87. Er ist damit um 37,5 Prozent höher als der aktuelle Kurs (EUR 1,36). 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% | 1,90                   | 1,85        | 1,81        | 1,76        | <b>1,73</b> |
|          | 2,5% | 1,93                   | 1,88        | 1,84        | <b>1,79</b> | 1,75        |
|          | 3,0% | 1,98                   | 1,92        | <b>1,87</b> | 1,82        | 1,78        |
|          | 3,5% | 2,03                   | <b>1,97</b> | 1,91        | 1,86        | 1,81        |
|          | 4,0% | <b>2,10</b>            | 2,03        | 1,96        | 1,91        | 1,85        |

#### Sensitivitätsanalyse

#### Marktkapitalisierung

| (Mio. EUR) |      | Diskontierungszinssatz |              |              |              |              |
|------------|------|------------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| β = 1,01   |      | 8,95%                  | 9,20%        | 9,45%        | 9,70%        | 9,95%        |
| Wachstum   | 2,0% | 43,22                  | 42,14        | 41,14        | 40,20        | <b>39,31</b> |
|            | 2,5% | 44,09                  | 42,93        | 41,84        | <b>40,83</b> | 39,89        |
|            | 3,0% | 45,12                  | 43,84        | <b>42,66</b> | 41,57        | 40,55        |
|            | 3,5% | 46,33                  | <b>44,91</b> | 43,61        | 42,42        | 41,31        |
|            | 4,0% | <b>47,78</b>           | 46,19        | 44,74        | 43,42        | 42,21        |

## 19 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 (Angaben in der jeweiligen Landeswährung) stammen von dem Informationsdienstleister Reuters.

| Multiples - Peer Group       |           |        |                              |        |        |         |            |        |
|------------------------------|-----------|--------|------------------------------|--------|--------|---------|------------|--------|
| Peer Group                   | EV/Umsatz |        | EV/EBIT                      |        | KGV    |         | EBIT-Marge |        |
|                              | 2010E     | 2011E  | 2010E                        | 2011E  | 2010E  | 2011E   | 2010E      | 2011E  |
| AdLINK Group                 | 0,60      | 0,56   | 9,57                         | 7,95   | 18,21  | 13,84   | 6,31       | 7,10   |
| Hi-Media SA                  | 1,05      | 0,95   | 10,30                        | 7,95   | 18,39  | 13,57   | 10,21      | 12,00  |
| Marchex Inc                  | 1,69      | 1,57   | -30,17                       | -72,91 | -38,00 | -106,40 | -5,60      | -2,15  |
| Tomorrow Focus AG            | 1,96      | 1,74   | 19,57                        | 13,29  | 30,36  | 22,37   | 10,00      | 13,06  |
| Tradedoubler AB              | 0,44      | 0,40   | 10,52                        | 8,14   | 17,14  | 13,61   | 4,21       | 4,88   |
| United Internet AG           | 1,58      | 1,52   | 9,72                         | 9,12   | 13,21  | 12,21   | 16,22      | 16,68  |
| Valueclick Inc               | 1,67      | 1,59   | 8,37                         | 7,33   | 16,92  | 15,35   | 20,01      | 21,70  |
| Median                       | 1,58      | 1,52   | 9,72                         | 7,95   | 17,14  | 13,61   | 10,00      | 12,00  |
| AD PEPPER MEDIA INT. N.V.    | 0,47      | 0,39   | -20,25                       | 17,27  | 125,21 | 17,14   | -2,31      | 2,26   |
| Discount (-)/Premium (+)     | -70,38    | -74,32 | -308,26                      | 117,24 | 630,69 | 25,97   | -123,07    | -81,14 |
| <b>Bewertungsbandbreite:</b> |           |        | <b>1,45 EUR bis 2,61 EUR</b> |        |        |         |            |        |

## 20 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

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



## 21 DISCLAIMER

|                   |                                                                                                                               |  |
|-------------------|-------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|--|
| <b>BUY</b>        | On a basis of our prognoses the stock should have a performance of at least 20% in the following 12 months.                   |  |
| <b>ACCUMULATE</b> | On a basis of our prognoses the stock should have a performance of between 10% and 20% in the following 12 months.            |  |
| <b>HOLD</b>       | On a basis of our prognoses the stock should have a performance of between minus 10% and plus 10% in the following 12 months. |  |
| <b>REDUCE</b>     | On a basis of our prognoses the stock should have an underperformance of between minus 10% and minus 20%.                     |  |
| <b>SELL</b>       | On a basis of our prognoses the stock should have an underperformance of at least minus 20%                                   |  |

### Additional Disclosure

DR. KALLIWODA | RESEARCH GmbH prepared this analysis on the basis of broadly accessible sources, which are regarded as reliable. We work as precisely as possible. We cannot however guarantee for the balance, precision, correctness and wholeness of the information and opinions. This study does not replace personal advice. This study is not regarded as invitation to the purchase or sale of the installation-instruments discussed in this study. Therefore, DR. KALLIWODA | RESEARCH GmbH advises to turn to your bank-advisor or trustees before an investment-disposition.

In the United Kingdom this document is only intended for distribution to persons described in Section 11(3) of the Financial Services Act 1986 (Investments Advertisements) (Exemptions) Order 1996 (in the latest amended version), and may not be passed on either directly nor indirectly to another group of persons. Neither this document nor a copy thereof may be sent or taken to or distributed in the United States of America, Canada or Japan or their territories or possessions nor may it be distributed to a US person as defined by the terms of the US Securities Act 1933 or to persons resident in Canada or Japan. Distribution of this document in other jurisdictions may be limited by law and persons in possession of this document should inform themselves of any restrictions and comply with these. Any failure to comply with these restrictions may represent a breach of a current securities act.

DR. KALLIWODA | RESEARCH GmbH as well as co-workers may hold positions in any securities mentioned in this study or in connected investments and may increase or sell their holdings in these securities or connected investments.

#### Possible conflicts of interest

Neither DR. KALLIWODA | RESEARCH GmbH nor any affiliated company

- hold an interest of 1 percent or more of the equity capital of the company being covered in this report;
- were involved in an emission of investments that is object of this study;
- hold a net-sale position of the shares of the analyzed business of at least 1 percent of the share capital;
- have serviced the analyzed investments based on any contract with the emitter on the stock exchange or in the market.

There is a contractual relationship only with the business of ad pepper media Int. N.V and DR. KALLIWODA | RESEARCH GmbH for the preparation of research studies.

Through the assumption of this document, the reader / recipient accepts the obligations in these 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.