

Som sagt så gjort

Travelmarkets vækst inden for de enkelte forretningsområder er godt på vej via nye partneraftaler og således helt i tråd med investeringscasen. Med indgåelse af partnerskaber med Søndagsavisen og italienske SIAP, styrkes investeringscasen derfor, hvorfor vi fastholder vores langsigtede Køb-anbefaling.

- Potentielt 2000 nye kunder** Travelmarket har indgået aftale med italienske SIAP om, at dette selskab skal sælge Travelmarkets dynamiske booking software til italienske rejseselskaber. SIAP leverer p.t. systemer til ca. 2.000 rejseselskaber til styring og afregning af deres rejseprodukter. Med Travelmarkets booking software kan rejseselskabernes kunder bestille deres rejser direkte på selskabernes egne hjemmesider, hvilket bliver stadig mere almindeligt.
- Store vækstmuligheder** Det er endnu for tidligt at estimere Travelmarkets indtjening på aftalen med SIAP, men vi anser det for realistisk, at omsætningen på det italienske marked inden for et par år vil kunne matche Travelmarkets eksisterende omsætning på bookingsoftware og webproduktion i Skandinavien i niveauet DKK 6 mio. Partneraftaler med selskaber i andre lande vil dertil kunne hæve indtjeningen yderligere i Travelmarket. Vi fastholder en estimeret årlig vækst for bookingsoftware i niveauet 5-15% indtil de økonomiske resultater viser sig.
- Søndagsavisen styrker positionen** Travelmarkets aftale med Søndagsavisen indebærer, at Travelmarket leverer rejsesøgefaciliteterne på den nye rejsesektion på søndagsavisen.dk. Med p.t. ca. en kvart million månedlige brugere er sitet ikke så besøgt som f.eks. tgt.dk (turen går til), som også er partner med Travelmarket, men Søndagsavisen er i gang med en øget onlinesatsning, så trafikmængden kan på sigt blive øget markant. Partnerskabet med Søndagsavisen vil foruden at bidrage til indtjeningen via betaling for brugernes rejsebookinger, også styrke Travelmarkets position i den hårde konkurrence i den danske rejsesøgesektor, hvor antallet af stærke partnere forventes at blive en afgørende faktor.

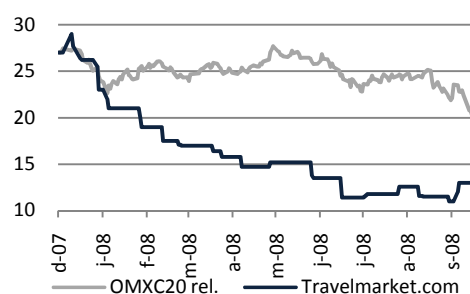
ANBEFALING

Kort sigt	Neutral
Langt sigt	Køb
Kursforventning 6 md. DKK	12
Kursforventning 12 md. DKK	15
Aktiekurs, DKK	13,60

BØRS

Liste	First North, Danmark
Sektor	Informationsteknologi

KURSUDVIKLING (12 md.)



DKK	1 md.	6 md.	12 md.
Høj	13,60	15,80	29,00
Lav	11,00	11,00	11,00
Absolut	18%	-17%	-48%
Relativ	39%	12%	-19%

Markedsværdi (DKK mio.)	37
Antal aktier	2.750.000
Reuters kode	TMCOM.CO
Bloomberg kode	TMCOM:DC
Nasdaq/OMX Shortname	TMCOM

Næste regnskab: 1. kvartal 31-10-2008

PRAETORIAN RESEARCH
 Vodroffsvej 61, 1. tv.
 DK-1900 Frederiksberg
 Tlf.: +45 5025 3000
 Mail: info@p-research.dk
 www.p-research.dk

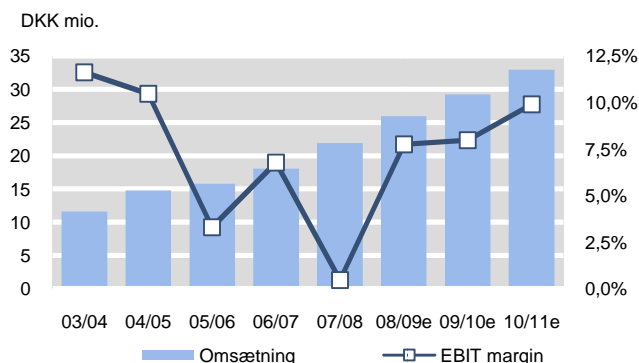
NØGLETAL

	05/06	06/07	07/08	08/09e	09/10e	10/11e
Balancerelaterede						
Egenkapitalandel (%) ¹	55%	47%	75%	77%	75%	75%
Gearing (%) ²	-7%	5%	-47%	-47%	-50%	-54%
Kursrelaterede						
P/S	3,6	3,2	1,5	1,4	1,3	1,1
P/E	102,9	68,3	143,6	25,4	22,1	15,5
K/I	12,9	13,4	2,3	2,1	2,0	1,9
EV/Omsætning	3,6	3,2	1,3	1,1	0,9	0,8
EV/EBITDA	23,3	19,7	12,3	7,3	6,1	4,5
EV/EBIT	109,5	47,0	289,3	23,7	19,1	11,2
Afkastrelaterede						
Afkastgrad 1 (%) ³	6,9	16,7	1,0	8,7	10,0	15,5
ROA (%) ⁴	6,6	9,7	1,7	6,5	7,1	9,5
ROE (%) ⁵	12,5	19,6	1,6	8,2	9,2	12,2
ROIC (%) ⁶	29,5	50,1	1,0	7,1	8,2	12,7
Udbytteafkast (%)	1,7	1,7	0,0	2,9	2,9	2,9
Udbytteandel (%)	179,8	119,5	0,0	74,8	64,9	45,6
Aktierelaterede						
EPS	0,3	0,4	0,1	0,5	0,6	0,9
Udbytte pr. aktie	0,5	0,5	0,0	0,4	0,4	0,4
Enterprise Value (EV)	57	58	29	27	27	25
Markedsværdi	57	57	33	37	37	37
Antal aktier (mio.)	2.200	2.200	2.750	2.750	2.750	2.750
Aktiekurs (ultimo året / aktuelt)	26,0	26,0	13,5	13,6	13,6	13,6

Noter

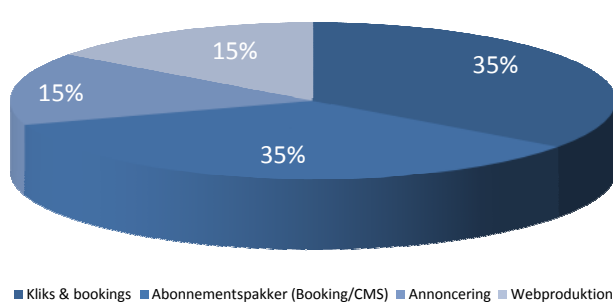
- 1 (Gns. egenkapital + minoriteter) / aktiver i alt
- 2 Netto rentebærende gæld / (egenkapital + minoriteter)
- 3 EBIT / gns. operative aktiver
- 4 Ordinært resultat efter skat / aktiver i alt
- 5 Ordinært resultat efter skat / egenkapital
- 6 Afkast på den investerede kapital

Udvikling i omsætning og EBIT



Kilde: Praetorian Research

Omsætningsfordeling 06/07



Kilde: Travelmarket

REGNSKABSTAL OG ESTIMATER

Resultat DKK '000

	05/06	06/07	07/08	08/09e	09/10e	10/11e
Nettoomsætning	15.790	18.067	21.884	25.953	29.231	32.947
Produktionsomkostninger	4.936	6.726	11.457	11.030	12.277	14.167
<i>Bruttomargin (%)</i>	68,74	62,77	47,65	57,50	58,00	57,00
Andre omkostninger	8.406	8.421	8.031	11.160	12.569	13.179
EBITDA	2.447	2.921	2.396	3.763	4.385	5.601
<i>EBITDA-margin (%)</i>	15,5	16,2	10,9	14,5	15,0	17,0
Afskrivninger	1.815	1.590	2.068	2.195	2.539	2.917
EBITA	632	1.331	328	1.568	1.846	2.684
<i>EBITA-margin (%)</i>	4,0	7,4	1,5	6,0	6,3	8,1
Amortiseringer	111	106	227	408	447	447
EBIT	521	1.225	102	1.160	1.398	2.236
<i>EBIT-margin/overskudsgrad (%)</i>	3,3	6,8	0,5	4,5	4,8	6,8
Resultatandel i associerede selskaber	0	0	0	0	0	0
Netto renteomkostning	0	0	-273	-802	-863	-977
Andre finansielle poster	-2	-89	0	0	0	0
Netto finansposter	-2	-89	273	802	863	977
Ekstraordinære poster	0	0	0	0	0	0
Resultat før skat	518	1.136	375	1.962	2.261	3.213
Minoriteter	0	0	0	0	0	0
Skat	-38	299	116	490	565	803
<i>Skattesats (%)</i>	-7	26	31	25	25	25
Resultat efter skat	556	837	259	1.471	1.696	2.410
<i>Resultatgrad (%)</i>	3,5	4,6	1,2	5,7	5,8	7,3

Balance DKK '000

	05/06	06/07	07/08	08/09e	09/10e	10/11e
Immaterielle aktiver	2.203	1.256	4.948	5.829	5.613	5.334
Materielle aktiver	1.246	1.984	2.130	1.996	1.811	1.570
Finansielle aktiver	118	161	77	77	77	77
Varebeholdninger	0	0	0	0	0	0
Tilgodehavende	3.663	4.340	5.825	6.028	6.789	7.652
Likvid beholdning	810	1.394	8.777	9.377	10.162	11.753
Aktiver i alt	8.040	9.136	21.756	23.306	24.453	26.387
Egenkapital	4.434	4.276	16.371	17.842	18.438	19.748
Minoriteter	0	0	0	0	0	0
Hensættelser	0	0	0	0	0	0
Langfristet gæld	373	1.016	396	396	396	396
Kortfristet rentebærende gæld	135	606	621	621	621	621
Leverandørgæld	461	1.150	2.530	2.182	2.458	2.770
Anden gæld	2.638	2.088	1.839	2.266	2.540	2.852
Passiver i alt	8.040	9.136	21.756	23.306	24.453	26.387

Cash flow DKK '000

	05/06	06/07	07/08	08/09e	09/10e	10/11e
Cash earnings	2.444	2.832	2.553	4.074	4.682	5.775
Ændring i arbejdskapital	874	688	277	124	211	239
Justeringer	0	0	0	0	0	0
Cash flow fra driftsaktivitet	1.642	2.250	2.452	3.951	4.471	5.535
Cash flow fra investeringsaktivitet	0	0	6.132	3.351	2.586	2.844
Frit cash flow	1.642	2.250	-3.680	600	1.885	2.691
Emissioner/aktietilbagekøb	0	0	12.667	0	0	0
Udbytte	-900	-1.000	-1.000	0	-1.100	-1.100
Optagelse/tilbagebetaling af lån	0	0	-634	0	0	0
Andet	0	0	29	0	0	0
Cash flow fra finansieringsaktivitet	-900	-1.000	11.062	0	-1.100	-1.100
Netto cash flow	742	1.250	7.382	600	785	1.591

INVESTERINGSCASE

Travelmarket forretningsgrundlag er primært baseret på gratis, internetbaserede søgetjenester, hvor indtjeningen kommer fra den trafik og den omsætning, som Travelmarkets services genererer på rejseselskabernes/partneres hjemmesider. Investeringscasen i Travelmarket bygger derfor på, at selskabet med en konkurrencedygtig online søgemaskine og bookingsystem kan opnå en profitabel og markant vækst på både det eksisterende skandinaviske marked og i særlig grad på de internationale markeder, herunder de europæiske og nordamerikanske.

International vækst forventer vi vil medføre, at aktien vil blive prisfastsat som en internet vækstaktie mod nu og fejlagtigt som et konjunkturafhængigt rejsebureau. Dertil vil vækst uden for Skandinavien på sigt gøre selskabet mere interessant som opkøbssemne.

MULIGHEDER OG RISICI PÅ KORT SIGT

- "Best in test" status/øget konkurrenceevne med lancering af den forbedrede søgemaskine.
- Vækst i antallet af skandinaviske og internationale partnere til søgemaskinen og aftaler med udenlandske agenter om salg af webløsninger/bookingmoduler
- Opkøb af rejsesites og -søgemaskiner.
- Stort fald i rejsemarkedet

MULIGHEDER OG RISICI PÅ LANGT SIGT

- Søgemaskinen inkorporeres/anvendes på udenlandske hjemmesider/portaler med stor trafikmængde.
- Succes med de internationale rejsemarkeder.
- Væsentlig øget konkurrence fra eksisterende og nye aktører
- Faldende henvisningsprovisioner og bortfald af honorarer fra flyselskaber
- Salg af Travelmarket.

PRISFASTSÆTTELSE

Aktien er primært prisfastsat med hensyn til aktie-markedets p.t. negative holdning til rejserelaterede aktier. Således forventer vi ikke, at Travelmarkets vækstpotentiale vil blive prisfastsat før end væksten viser sig i resultaterne eller i antallet af partnere. Vores kursforventninger ligger derfor under vores estimater for en "fair" kurs.

Absolut kursværdi (DCF), DKK	13
Relativ kursværdi (peer group), DKK	15

PEER GROUP SAMMENLIGNING

Selskab	Valuta	MV	Oms. år 0	Oms år 1e	Oms.vækst år 0/1	P/S år 1e	EV/EBITDA år 1e	EV/EBITDA år 2e
Euroinvestor.com (EI)	DKK	161	26	-	-	6,1	-	-
Travel Zoo (TZOO)	USD	112	79	86	9%	1,3	20,4	7,0
Orbitz Worldwide (OWW)	USD	390	859	892	4%	0,4	6,9	6,0
Expedia (EXPE)	USD	3.930	2.665	3061	15%	1,3	5,5	5,0
Priceline.com (PCLN)	USD	2.273	1.409	1899	35%	1,2	6,4	5,1
Ticket Travel Group (TICK)	SEK	107	507	396	-22%	0,3	2,2	-
TravelPartner (TP)	SEK	23	34	-	-	-	-	-
Gennemsnit		999	797	1.267	8%	1,8	8,3	5,8
Travelmarket	DKK	37	22	26	19%	1,4	7,3	6,1

VIRKSOMHEDSBESKRIVELSE

Travelmarket er beskæftiget inden for online rejseservices med tre overordnede forretningsområder: Rejsesøgemaskiner, online rejsemærkedspalser og bookingsoftware/hjemmesider til rejseselskaber. Rejsesøgemaskinerne, der er på Travelmarkets og partneres hjemmesider kan søge på fly, hoteller, fly+hoteller, pakke- og charterrejser og billeje fra udbydere af disse services. Rejseselskaberne betaler en provision (klikpris eller andel af rejsens pris) til Travelmarket for de handler og/eller den kundetrafik, som søgemaskinen genererer. Rejsemærkedspalserne er i ni sprog/landeversioner og generer indtægter fra bannerannoncer og søgemaskinerne. Bookingsoftware og Webservices til rejsebureauer og -selskaber består af rejsefokuserede hjemmesider med dynamiske bookingmoduler, der bl.a. udvikles i Ukraine.

Ejerforhold

	Kapital	Stemmer
R Bunck	72,8%	72,8%
O.S. ApS	24,0%	24,0%

Ledelse

Adm. dir. Ole Stouby

Selskabskontakt

Nørregade 77
DK-7100 Vejle
Tlf.: +45 7572 2332
www.travelmarket.dk

ANBEFALINGSSTRUKTUR

Kurs- og anbefalingsstrukturen er baseret på den forventede absolutte udvikling i aktiekursen på henholdsvis 6 måneders og 12 måneders sigt. Anbefalingsstrukturen er som følger:

Anbefaling	Forventet kursperformance
Køb	> 10%
Neutral	-10% - +10%
Salg	< -10%

DISCLAIMER

Forholdsregler mod interessekonflikter:

Praetorian Research følger regler og anbefalinger fra Den Danske Børsmæglerforening og Den Danske Finansanalytikerforening til imødegåelse af interessekonflikter m.v. Det er således ikke tilladt analytikere i Praetorian Research eller andre at investere i selskaber, som Praetorian Research analyserer.

Advarsel:

Dette notat er ikke og skal ikke opfattes som en fuldstændig analyse af noget selskab, branche eller værdipapir. Notatet er baseret på informationer, der er gennemgået omhyggeligt, men Praetorian Research garanterer ikke for materialets fuldkommenhed og påtager sig intet ansvar for dispositioner foretaget på baggrund af notatets informationer og vurderinger. Vurderinger kan ændres uden varsel. Notatet er ikke og skal ikke opfattes som et tilbud om eller opfordring til at købe eller sælge noget værdipapir.

Research provider:

Selskabet, som dette notat vedrører, har indgået en research provider aftale med Praetorian Research, der indebærer, at Praetorian Research modtager et honorar fra selskabet for at udføre aktieanalyse af det. Selskabet har ingen indflydelse på de konklusioner og anbefalinger, som Praetorian Research udtrykker i sin analyse af selskabet.