

## Øjnene rettet mod 2009

Travelmarkets 2007/08 resultat var maginalt under vores forventninger. Resultatet ændrer derfor ikke på investeringscasen om, at international vækst skal realiseres i 2009 i forlængelse af lanceringen af en forbedret søgemaskine og udrulning af ny partnerstrategi i oktober/november 2008. Vi fastholder derfor vores Neutral-anbefaling på kort sigt og Køb-anbefaling på langt sigt.

- 20% vækst** Som omtalt i vores initialanalyse vil Travelmarket i oktober/november lancere en opgraderet version af sin rejsesøgemaskine. Denne lancering markerer samtidig startskuddet til en international ekspansion og nye partnere, der i 2008/09 skal sikre en omsætningsvækst på ca. 20% og en fremgang i nettoindtjeningen.
- 21% vækst** På trods af et rejsemarked, der er faldet 15-20% i år, opnåede Travelmarket en omsætningsvækst i 2007/08 på 21% til DKK 21,9 mio. Mistet omsætning i 4. kvartal på ca. DKK 1 mio. medførte dog, at resultatet før skat faldt fra DKK 0,8 mio. i 2006/07 til DKK 0,3 mio. i 2007/08.
- Internationale partnerskaber** Travelmarkets internationale vækststrategi er i høj grad baseret på partnerskaber, ligesom det er strategien på det skandinaviske marked. Vi forventer, at særligt lanceringen af et affiliate-program relativt hurtigt kan skabe stor, international udbredelse og kendskab til søgemaskinen, og dermed indtjening direkte på bundlinjen for Travelmarket.
- Investeringscase intakt** Travelmarket har sænket sine forventninger til 2008/09, så omsætningen nu forventes at ligge på DKK 26-28 mio. (DKK 29 mio.) og EBITDA på DKK 3-4 mio. (4,2 mio.). Disse nye forventninger ligger på niveau med vores estimater og investeringscasen, som vi derfor fastholder.

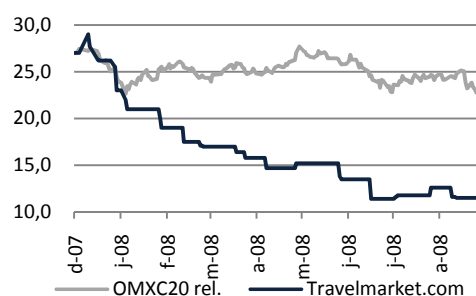
## ANBEFALING

Kort sigt	Neutral
Langt sigt	Køb
Kursforventning 6 md. DKK	12
Kursforventning 12 md. DKK	15
Aktiekurs, DKK	11

## BØRS

Liste	First North, Danmark
Sektor	Informationsteknologi

## KURSUDVIKLING (12 md.)



Kilde: Praetorian Research

	1 md.	6 md.	12 md.
DKK			
Høj	12,60	17,00	29,00
Lav	11,00	11,00	11,00
Absolut	-13%	-35%	-59%
Relativ	-12%	-33%	-48%

Markedsværdi (DKK mio.)	30
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

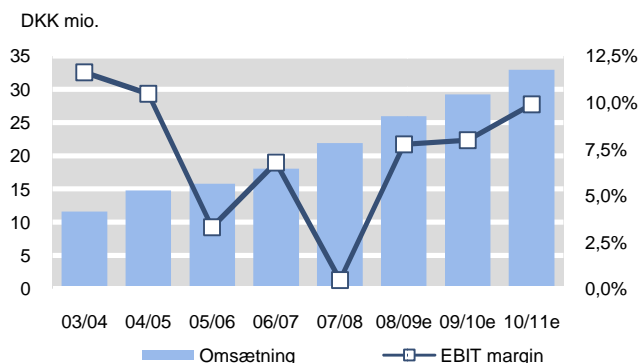
## NØGLETAL

	05/06	06/07	07/08	08/09e	09/10e	10/11e
<b>Balancerelaterede</b>						
Egenkapitalandel (%) <sup>1</sup>	55%	47%	75%	75%	74%	74%
Gearing (%) <sup>2</sup>	-7%	5%	-57%	-55%	-58%	-62%
<b>Kursrelaterede</b>						
P/S	3,6	3,2	1,5	1,2	1,0	0,9
P/E	102,9	68,3	143,4	15,3	13,5	10,0
K/I	12,9	13,4	2,2	1,6	1,5	1,4
EV/Omsætning	3,6	3,2	1,3	0,8	0,6	0,5
EV/EBITDA	23,3	19,7	11,6	5,4	4,3	3,0
EV/EBIT	109,5	47,0	273,3	10,0	8,1	5,2
<b>Afkastrelaterede</b>						
Afkastgrad 1 (%) <sup>3</sup>	6,9	16,7	1,1	16,9	17,8	24,0
ROA (%) <sup>4</sup>	6,6	9,7	1,7	8,4	8,7	10,8
ROE (%) <sup>5</sup>	12,5	19,6	1,6	10,6	11,4	13,9
ROIC (%) <sup>6</sup>	29,5	50,1	0,8	10,6	11,6	15,4
Udbytteafkast (%)	1,7	1,7	0,0	3,6	3,6	3,6
Udbytteandel (%)	179,8	119,5	0,0	55,8	49,0	36,5
<b>Aktierelaterede</b>						
EPS	0,3	0,4	0,1	0,7	0,8	1,1
Udbytte pr. aktie	0,5	0,5	0,0	0,4	0,4	0,4
Enterprise Value (EV)	57	58	28	20	19	17
Markedsværdi	57	57	33	30	30	30
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	11,0	11,0	11,0

## Noter

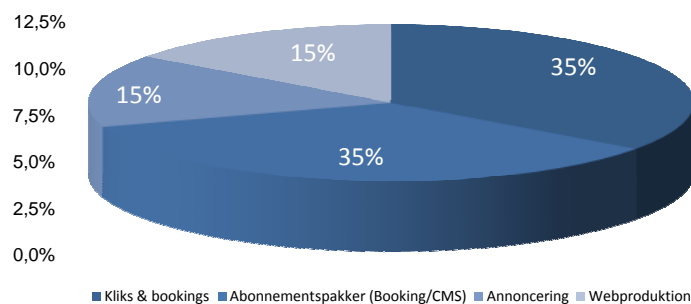
- 1 (Gns. egenkapital + minoriteter) / aktiver i alt
- 2 Netto rentebærende gæld / (egenkapital + minoriteter)
- 3 EBIT / gns. operative aktiver
- 4 Ordinært resultat efter skat / aktiver i alt
- 5 Ordinært resultat efter skat / egenkapital
- 6 Afkast på den investerede kapital

## Udvikling i omsætning og EBIT



Kilde: Praetorian Research

## Omsætningsfordeling



Kilde: Travelmarket

## REGNSKABSTAL OG ESTIMATER

## Resultat DKK '000

* ikke opdateret	05/06	06/07	07/08	08/09e	09/10e	10/11e
<b>Nettoomsætning</b>	15.790	18.067	21.884	25.952	29.233	32.923
Produktionsomkostninger	4.936	6.726	11.457	11.029	12.278	14.157
<i>Bruttomargin (%)</i>	68,74	62,77	58,00	57,50	58,00	57,00
Andre omkostninger	8.406	8.421	8.031	11.159	12.570	13.169
<b>EBITDA</b>	2.447	2.921	2.396	3.763	4.385	5.597
<i>EBITDA-margin (%)</i>	15,5	16,2	10,9	14,5	15,0	17,0
Afskrivninger	1.815	1.590	2.041	1.301	1.555	1.835
<b>EBITA</b>	632	1.331	355	2.462	2.830	3.762
<i>EBITA-margin (%)</i>	4,0	7,4	1,6	9,5	9,7	11,4
Amortiseringer	111	106	253	450	499	499
<b>EBIT</b>	521	1.225	102	2.013	2.331	3.263
<i>EBIT-margin/overskudsgrad (%)</i>	3,3	6,8	0,5	7,8	8,0	9,9
Resultatandel i associerede selskaber	0	0	0	0	0	0
Netto renteomkostning	0	0	-273	-618	-662	-753
Andre finansielle poster	-2	-89	0	0	0	0
Netto finansposter	-2	-89	273	618	662	753
Ekstraordinære poster	0	0	0	0	0	0
<b>Resultat før skat</b>	518	1.136	375	2.631	2.993	4.016
Minoriteter	0	0	0	0	0	0
Skat	-38	299	116	658	748	1.004
<i>Skattesats (%)</i>	-7	26	31	25	25	25
<b>Resultat efter skat</b>	556	837	259	1.973	2.245	3.012
<i>Resultatgrad (%)</i>	3,5	4,6	1,2	7,6	7,7	9,1

## Balance DKK '000

* ikke opdateret	05/06	06/07	07/08*	08/09e	09/10e	10/11e
Immaterielle aktiver	2.203	1.256	3.162	3.712	3.213	2.715
Materielle aktiver	1.246	1.984	3.013	3.384	3.668	3.856
Finansielle aktiver	118	161	161	161	161	161
Varebeholdninger	0	0	0	0	0	0
Tilgodehavende	3.663	4.340	4.847	5.748	6.475	7.292
Likvid beholdning	810	1.394	10.994	11.852	13.055	15.101
<b>Aktiver i alt</b>	<b>8.040</b>	<b>9.136</b>	<b>22.177</b>	<b>24.857</b>	<b>26.572</b>	<b>29.126</b>
<b>Egenkapital</b>	<b>4.434</b>	<b>4.276</b>	<b>16.585</b>	<b>18.558</b>	<b>19.703</b>	<b>21.615</b>
Minoriteter	0	0	0	0	0	0
Hensættelser	0	0	0	0	0	0
Langfristet gæld	373	1.016	1.016	1.016	1.016	1.016
Kortfristet rentebærende gæld	135	606	606	606	606	606
Leverandørgæld	461	1.150	975	1.157	1.303	1.468
Anden gæld	2.638	2.088	2.995	3.521	3.945	4.422
<b>Passiver i alt</b>	<b>8.040</b>	<b>9.136</b>	<b>22.177</b>	<b>24.857</b>	<b>26.572</b>	<b>29.126</b>

## Cash flow DKK '000

* ikke opdateret	05/06	06/07	07/08*	08/09e	09/10e	10/11e
Cash earnings	2.444	2.832	2.553	3.723	4.298	5.346
Ændring i arbejdskapital	874	688	-226	194	157	176
Justeringer	0	0	0	0	0	0
<b>Cash flow fra driftsaktivitet</b>	<b>1.642</b>	<b>2.250</b>	<b>2.779</b>	<b>3.529</b>	<b>4.142</b>	<b>5.170</b>
Cash flow fra investeringsaktivitet	0	0	5.229	2.672	1.839	2.023
<b>Frit cash flow</b>	<b>1.642</b>	<b>2.250</b>	<b>-2.450</b>	<b>857</b>	<b>2.303</b>	<b>3.147</b>
Emissioner/aktietilbagekøb	0	0	13.050	0	0	0
Udbytte	-900	-1.000	-1.000	0	-1.100	-1.100
Optagelse/tilbagebetaling af lån	0	0	0	0	0	0
Andet	0	0	0	0	0	0
Cash flow fra finansieringsaktivitet	-900	-1.000	12.050	0	-1.100	-1.100
<b>Netto cash flow</b>	<b>742</b>	<b>1.250</b>	<b>9.600</b>	<b>857</b>	<b>1.203</b>	<b>2.047</b>

## 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. '07	Oms '08e	Oms. vækst 07/08	P/S '08e	EV/EBITDA '08e	EV/EBITDA '09e
Euroinvestor.com (EI)	DKK	165	19	26	36%	8,5	-	-
Travel Zoo (TZOO)	USD	107	79	86	9%	1,2	21,2	7,3
Orbitz Worldwide (OWW)	USD	515	859	893	4%	0,6	7,3	6,3
Expedia (EXPE)	USD	4.503	2.665	3072	15%	1,5	6,4	5,7
Priceline.com (PCLN)	USD	3.060	1.409	1905	35%	1,6	11,4	9,0
Ticket Travel Group (TICK)	SEK	137	507	396	-22%	0,3	n.a.	7,5
TravelPartner (TP)	SEK	27	34	-	-	0,8	-	-
Gennemsnit		1.216	796	1.270	8%	2,1	11,6	7,2
Travelmarket	DKK	30	22	26	19%	1,2	5,4	4,3

## VIRKSOMHEDSBESKRIVELSE

Travelmarket er beskæftiget inden for online rejseservices med tre overordnede forretningsområder: Rejsesøgemaskiner, online rejsemærkedspalder 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. Rejsemærkedspalderne 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:

<b>Anbefaling</b>	<b>Forventet kursperformance</b>
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.