

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.

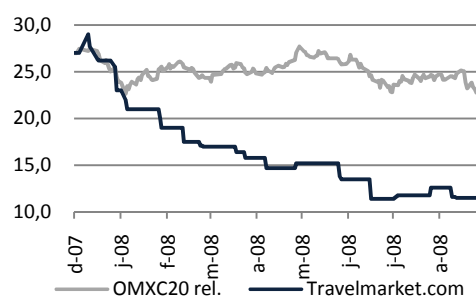
ANBEFALING

| | |
|----------------------------|---------|
| 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

| DKK | 1 md. | 6 md. | 12 md. |
|---------|-------|-------|--------|
| 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

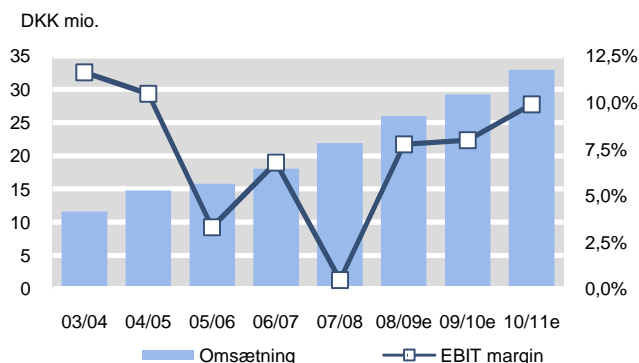
NØGLETAL

| | 05/06 | 06/07 | 07/08 | 08/09e | 09/10e | 10/11e |
|-----------------------------------|-------|-------|-------|--------|--------|--------|
| Balancerelaterede | | | | | | |
| Egenkapitalandel (%) ¹ | 55% | 47% | 75% | 75% | 74% | 74% |
| Gearing (%) ² | -7% | 5% | -57% | -55% | -58% | -62% |
| Kursrelaterede | | | | | | |
| 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 |
| Afkastrelaterede | | | | | | |
| Afkastgrad 1 (%) ³ | 6,9 | 16,7 | 1,1 | 16,9 | 17,8 | 24,0 |
| ROA (%) ⁴ | 6,6 | 9,7 | 1,7 | 8,4 | 8,7 | 10,8 |
| ROE (%) ⁵ | 12,5 | 19,6 | 1,6 | 10,6 | 11,4 | 13,9 |
| ROIC (%) ⁶ | 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 |
| Aktierelaterede | | | | | | |
| 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

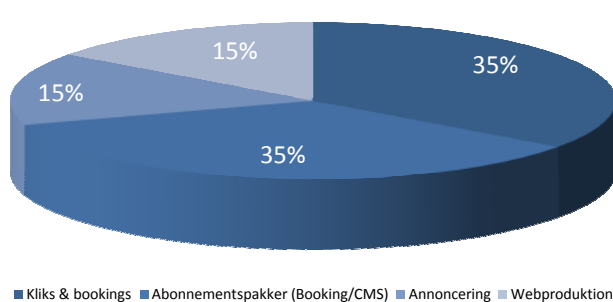
- 1 (Gns. egenkapital + minoriteter) / aktiver i alt
- 2 Netto rentebærende gæld / (egenkapital + minoriteter)
- 3 EBIT / gns. operative aktiver
- 4 Ordinært resultat efter skat / aktiver i alt
- 5 Ordinært resultat efter skat / egenkapital
- 6 Afkast på den investerede kapital

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 |
|---------------------------------------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
| Nettoomsætning | 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 |
| Bruttomargin (%) | 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 |
| EBITDA | 2.447 | 2.921 | 2.396 | 3.763 | 4.385 | 5.597 |
| EBITDA-margin (%) | 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 |
| EBITA | 632 | 1.331 | 355 | 2.462 | 2.830 | 3.762 |
| EBITA-margin (%) | 4,0 | 7,4 | 1,6 | 9,5 | 9,7 | 11,4 |
| Amortiseringer | 111 | 106 | 253 | 450 | 499 | 499 |
| EBIT | 521 | 1.225 | 102 | 2.013 | 2.331 | 3.263 |
| EBIT-margin/overskudsgrad (%) | 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 |
| Resultat før skat | 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 |
| Skattesats (%) | -7 | 26 | 31 | 25 | 25 | 25 |
| Resultat efter skat | 556 | 837 | 259 | 1.973 | 2.245 | 3.012 |
| Resultatgrad (%) | 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 |
| Aktiver i alt | 8.040 | 9.136 | 22.177 | 24.857 | 26.572 | 29.126 |
| Egenkapital | 4.434 | 4.276 | 16.585 | 18.558 | 19.703 | 21.615 |
| 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 |
| Passiver i alt | 8.040 | 9.136 | 22.177 | 24.857 | 26.572 | 29.126 |

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 |
| Cash flow fra driftsaktivitet | 1.642 | 2.250 | 2.779 | 3.529 | 4.142 | 5.170 |
| Cash flow fra investeringsaktivitet | 0 | 0 | 5.229 | 2.672 | 1.839 | 2.023 |
| Frit cash flow | 1.642 | 2.250 | -2.450 | 857 | 2.303 | 3.147 |
| 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 |
| Netto cash flow | 742 | 1.250 | 9.600 | 857 | 1.203 | 2.047 |

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 partners 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:

| 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.