

Konklusion

Selskabet relancerede sin rejsesøgemaskine i vinteren 2010/11 udbygget med en række tilbud, herunder også adgang via Android og iPhone. Afkastet af denne fremadrettede indsats skal nu vise sig. Resultat i regnskabsåret 2010/11 var uforandret pga. denne oprustning. Et positivt udfald af de indledende forsøg under partneraftalen med gratisaviskæden Metro International vil i givet fald kunne løfte trafikvolumen markant og åbne flere, store markeder. Selskabet er derfor "parat til start" med stort Upside potentiale, men der er endnu ingen klarhed om evnen til succes. TV2's salg af sin andel i Momondo i marts gav opmærksomhed angående chancen for lignende meget høj Take Over værdi for Travelmarket. Direkte overføring til en vurdering af Travelmarket er dog næppe en holdbar betragtning. Aktien er en lille, spændende virksomhed med High Risk/Return natur.



Aktuel Kurs: 8,2

Børs: First North

Markedsværdi: 21,9 mio. DKK

Antal aktier: 2,6675 mio. styk

Næste regnskab: Q1 offentliggøres 17-11-2011



Selskabets forventninger til indeværende regnskabsår

Året 2010/11 fik uforandret omsætning og resultat, idet Travelmarket formåede at opveje fragangen af en stor kunde. Ledelsen forventer fremgang i omsætningen i det nye regnskabsår og en forbedring af indtjeningen. Der er afholdt store fremadrettede investeringer i de seneste år til såvel softwareudvikling som nyt hardware-udstyr for at sikre et højt kvalitetsniveau. Afkastet herfra skal nu fremkomme.



Anbefaling:

Kort sigt: Afvent Køb

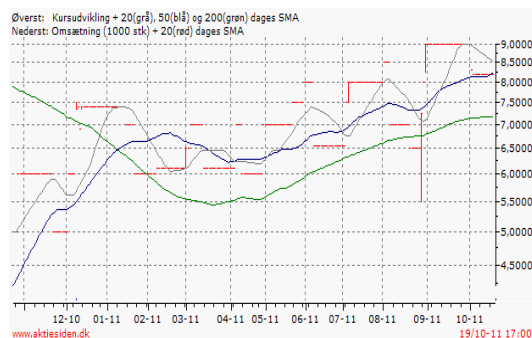
Langt sigt: Køb

Kursudvikling 0-6 mdr.: 7,0 – 9,0

Kursudvikling 12-18 mdr.: 9 – 15

Tidligere anbefaling: Afvent Køb/Køb kurs 8,0 pr. 17-06-11

1-års kursgraf:



12 mdr.

Høj 9,00

Lav 5,50

Muligheder

Teknologien med søgeroboter udgør kernen, og værdien øges af de nye partneraftaler. Generelt har selskabets aktivitet indbygget et fremadrettet momentum i sådanne aftalers værdi. Relanceringen af søgetjenesten i 2010 er forløbet godt og skal nu slå igennem økonomisk med større omsætning og indtjening. Webbureau aktiviteten har positivt samspil med driften af rejseportalen. Udgifter i andre lande giver store vækstmuligheder men sker i hård konkurrence og kræver Setup Cost. Kapitalindsatsen er begrænset, og selskabet er selvfinansierende. En lille og fleksibel organisation giver evne til hurtig implementering af nye servicetilbud.

Risici

Internet services af denne art er gratis for brugeren. Kendskab til navnet Travelmarket, markedsandel og brugervenlighed er vigtig for at opnå vækst og indtjening. Man er derfor afhængig af konstant at fremstå med en attraktiv serviceprofil inden for rejser. Et stort volumen kræves af rejseleverandørerne, der ved deres betaling giver selskabet de nødvendige indtægter. Discount-flyselskaber nægter dog at betale gebyrer til salgsmidlere. Barrieren for nye udbydere er principielt lav. I praksis er det danske marked dog for lille til at tiltrække nye aktører pga. underskud i opbygningsfasen og risiko for priskrig. Rejser er et følsomt marked med hurtige afbræk i tilfælde af terror, smitsomme sygdomme, politisk uro o.lign.

Facts om Travelmarket A/S

Virkefelt: Selskabet tilbyder services som rejsesøgemaskine (www.travelmarket.com) med hertil relaterede IT-løsninger, herunder funktion som bookingsted. Under navnet Travelmarket Partner tilbydes løsninger til andre udbydere af lignende services inden for rejsesøgning. For Travelmarket indebærer det øget trafik i dets system (og dermed større værdi som salgskanal for udbydere af rejseprodukter) og samtidig fredelig sameksistens med disse konkurrenter. Selskabet har desuden aktivitet som webbureau for rejsebranchen under navnet Travelmarket Interactive. Styrken omkring IT-udvikling og -drift er således kernen i selskabet.

Kundetyper: Private og erhvervsrejsende som brugere (gratis ydelse). Indtjeningen kommer fra aftaler med udbydere af rejseprodukter, som betaler ved visning pr. klik og ved booking samt fra annoncering for rejsebureauer, flyselskaber, mv. Udførelse af IT-løsninger for rejsebranchen betales af de pågældende i lighed med anden software ved anskaffelsen og efterfølgende via en licens.

Indtægtsfordeling i 2010/11: Tjenesteydelser 87, web-produktion 13 %. Geografisk opgjort ud fra hvert selskab er fordelingen Danmark 89, Norge 8 og Sverige 3 %. Den faktiske fordeling af indtægterne ud fra brugerens hjemland offentliggøres ikke.

Ledelse: Ole Stouby adm. direktør (født 1969); Lasse Bolander (født 1968) er formand for bestyrelsen.

Medarbejderantal: 27.

Strukturforhold: Selskabet er beliggende i Vejle. Datterselskaber findes i Sverige og Norge. Service som rejsesøgemaskine tilbydes med et individuelt tilpasset udbud i en række lande på følgende sprog: dansk, norsk, svensk, tysk, engelsk, fransk, spansk og italiensk. Den primære udvikling og programmering udføres på hovedkontoret, men delelementer er outsourcet og udføres i Ukraine.

Ejerforhold: Richard Bunck 70,8 % (grundlægger af og hovedaktionær i North Media, tidl. Søndagsavisen), Ole Stouby 23,0 %, Egne aktier 3,0 %. Selskabet har 117 aktionærer. Aktien handles på First North og må betegnes som illikvid.

Beskrivelse

Virksomheden er en moderne internetbaseret serviceudbyder. Travelmarket tilbyder gratis service med en specialiseret og avanceret søgemaskinefunktion inden for rejser. "Søgerobotter" er programmeret til at håndtere forespørgsler omkring rejsemål, tidspunkt, pris, mv. Det omfatter tilbud om pakkerejser, billetter, hoteller, biludlejning mv. Brugeren kan definere sine rejseønsker og får så hurtig adgang til de bedste tilbud, idet den besværlige sorteringsproces er automatiseret. Kunden sparer tid, og markedet gøres mere gennemskueligt. Da dette servicetilbud er gratis, skal indtægterne i stedet skaffes fra leverandørerne af de pågældende ydelser. Indtjeningen genereres pr. klik (visning) og via provision ved faktisk booking af billetter og rejser. Selskabet har også indtægter fra decideret annoncering.

Travelmarket udvikler selv sine søgeværktøjer og varetager driften af disse rejsesøgemaskiner. Senest har man udviklet mobilversioner til brug på Android og iPhone. Den tekniske side af virksomheden er således udgangspunktet for at opnå indtægter. Teknologiplatformen tilbydes også andre udbydere under navnet Travelmarket Partner. Der er tale om rejseportaler af lignende art (medievirksomheder) eller aftaler med andre led i rejsebranchen (lufthavne mv.) i det omfang de er interesseret heri. Selskabet fik i 2010 E-handelsprisen i kategorien "Rejse og Turisme", der uddeles af Foreningen for Distance- og Internethandel (FDIH).

Man arbejder også som web-bureau med salg af løsninger til rejseudbydere og hoteller. Indtjeningen herved har et godt potentiale ved gentagelse af opgaver med sådanne systemløsninger, da de specifikke tilpasningsudgifter er begrænsede. Dækningsbidraget er højt, og Webbureauets betydning er derfor markant større end andelen af omsætningen, der normalt udgør knapt 20 %. Selskabets omkostninger er i stort omfang faste, hvilket giver stor følsomhed over for udsving. Indtægterne afhænger af rejseaktiviteten, konkurrenceforholdene og kundeaftalernes udvikling, herunder eksterne projektopgaver. Rejseomfanget svinger meget pga. konjunkturforhold og pludselige afbræk pga. naturkatastrofer, pandemier, terror, oprør osv. Der oparbejdes hele tiden en større indre stabilitet i indtægterne via styrkelse af markedspositionen og af kundeaftalerne samt afledte licensindtægter på web-konsulentopgaver. Følsomheden i balancen mellem udgifter og indtægter er dog en permanent udfordring (høj operationel gearing). De seneste års urolige forhold (Finanskrisen mv.) har belastet rejsemarkedet - trods evne til hurtig genopretning - og dermed også påvirket Travelmarket negativt.

Hård konkurrence på især flybilletter medvirker til at holde priserne nede, hvilket stimulerer efterspørgslen. Discountselskaberne har Travelmarket dog kun indirekte gavn af, da de ikke vil betale formidlere. Rejsebranchen er et dynamisk erhverv med intensiv konkurrence og hurtige dispositioner fra både udbydere og kunder. Det passer godt til Travelmarket's stil som "lille og vågen". Ledelsen har satset kraftigt på fornyelse og forbedring med en brugervenlig rejseportal. Høj kvalitet har medvirket til indgåelse af en række aftaler med andre udbydere og medier, som derved tilfører deres trafik og giver større indtægter. To vigtige aftaler med hhv. Metro (gratisavis) og TV3 er indledt i foråret 2011, men indkøringen kan tage tid (forsinket effekt på indtjeningen).

Kapitalbindingen er meget beskeden for så vidt angår selve driften med 0,5 mio. DKK netto. De materielle aktiver er påvirket af modernisering af servere mv., og den bogførte værdi er vokset til 3,8 mio. DKK. Immaterielle aktiver har stor vægt med 7,9 mio. DKK, hvoraf 2,5 mio. DKK er goodwill. Aktiverede udviklingsprojekter afskrives sædvanligvis over 3 år fra færdiggørelsen. Økonomisk har selskabet fordel af denne lette kapitalindsats, og egenkapitalandelen er høj med 62 %. Andre forpligtelserne er små i form af leasing og

et lejermål af kontoret. Den likvide beholdning er på 4,2 mio. kr., mens rentebærende forpligtelser udgør 3,2 mio. DKK. Selskabet betaler ikke udbytte for 2010/11. Et specielt forhold er i år dukket op angående et krav rejst af en softwareleverandør om yderligere betaling af licensafgift, hvilket afvises fuldstændigt af Travelmarket. Modparten har derfor anlagt en retssag herom.

Fremtidsudsigter

Selskabet har gennemført den store indsats for at opgradere serviceudbuddet og sikre hurtig funktion af søgeprocessen for kunderne. Det er sket samtidig med ustabile markedsforhold og hård konkurrence i afsætningen af rejser med flere forskellige distributionsformer i parallel kamp om forbrugerens interesse. Overordnet har det været en opbygningsfase, som nu skal skifte til en periode med afkast. Travelmarket Interactive var i 2010/11 påvirket af lavere aktivitet. Dækningsbidraget er højt i dette segment, og dermed påvirkes indtjeningen sandsynligvis væsentligt som et forhåbentlig midlertidigt problem. I modsat fald må kapaciteten tilpasses, hvilket ikke ser ud til at være blevet gennemført. Da selskabet har IT-teknologi som spidskompetence er det vigtigt at kunne vokse frem for at skære ned.

Rejse-søge-service har god interesse fra publikums side. Lysten til rejser er høj trods usikre tider og generel tilbageholdende adfærd i privatforbruget. Efterspørgslen bliver stadig mere varieret, og dermed stiger behovet for denne form for overblik af de talrige muligheder. Rejseudbydere er desuden blevet mere opfindsomme med flere tilbud og variationer end tidligere. Det indebærer nye og uventede muligheder for kunden, som må følge mere med i tilbuddene end tidligere. Strukturen udvikler sig således i positiv retning overordnet set.

Selskabets aftaleform med de indtægtsgivende udbydere kendes ikke. Vækst i volumen må indebære en stigende værdi som kanal for informationer og booking i kraft af en angivelig god udvikling for egen direkte aktivitet og tilgangen af store partnere. Disse må forventes at levere en markant vækst i volumen i de kommende år. En ny partneraftale er indgået med TV2 Danmark umiddelbart efter dets salg af andelen i det konkurrerende rejsesøgefirma Momondo. Mest interessant bliver dog de udenlandsk orienterede partner-aftaler. Der ligger et stort potentiale, hvilket dog også kræver aftaler om indtægter. Travelmarkets faktiske indtægter fra udlandet kendes ikke - bortset fra de to datterselskaber i Norge og Sverige, der står for hhv. 8 % og 3 % af koncernens omsætning. Partneren Metro International har med sine gratisaviser en meget stor berøringsflade i storbyer med godt indkomstgrundlag og er dermed ideelt placeret med selling power. For Travelmarket indebærer det en stor Upside mulighed med begrænset krav til opstartudgifter. Samarbejdet er imidlertid først indledt pr. 1. marts i år, og det vil tage nogen tid at få det løbet rigtigt i gang og herefter udbredt i en række lande. For Metro giver det adgang til ekstra indtægter uden væsentlig ressourceindsats. Det er en Win-Win situation for både Metro og Travelmarket.

Økonomisk er selskabet præget af de faste omkostninger, og dermed er følsomheden stor over for indtægternes udvikling. Nedgangen i det seneste år for webbureauet understreger dette problem, og fornyet fremgang her vil derfor have stor vægt i indtjeningen. Vækst i volumen for rejsesøgning giver gennemslag på indtjeningen. Det er netop denne vinkel som selskabet satser på i de kommende år med forventet momentum fra de nye, vigtige partneraftaler og udnyttelse af den gennemførte opgradering af serviceplatformen med de tekniske hardware faciliteter som ligger bagved. Salg og supplerende egenskaber (features) bliver hovedopgaven i de næste par år.

Konkurrencen og branchens strukturforhold udgør den væsentligste trussel rettet mod selskabet. Det gælder mht. tilsvarende udbydere og rejseudbydernes brede indsats i salget med brug af mange kanaler på samme tid. Branchens udvikling er en stor udfordring, da mange forandringer pågår og eksempelvis loyalitetsbonus (fx klubmedlemskab) benyttes stadig mere. Konjunkturudviklingen er også vigtig, og her udgør olieprisen en baggrundsfaktor som både påvirker forbruget og cost-priserne. En eventuel EU-afgift på brændstof til fly mv. er en væsentlig negativ mulighed som vil understrege vægten af denne udgift. Pludselige begivenheder er et særligt problem, og her er der næsten udelukkende negativ effekt på kort sigt, mens positiv indvirkning først kan indtræde senere. Jo mere globalt vi opfører os, des flere påvirkninger udefra - men alternativerne øges jo heldigvis også, og nye påfund opvejer hurtigt et uventet afbræk.

Aktien som investering

Selskabet må vurderes som en moderne IT-netserviceudbyder og niche-softwareudvikler med snæver fokus på rejsemarkedet. Strukturen i indtægterne fra rejseportalen indebærer begrænset kontrol fra selskabets egen side på kort sigt, hvilket er et svagt punkt pga. de faste omkostninger på udgiftssiden. Kunderne reagerer desuden hurtigt på nyheder og forandringer. Indtjeningen er derfor følsom på godt og ondt. Tilgang af nye web-opgaver er vigtig for indtjeningen, da nedskæringer ellers må foretages. Potentialet er meget stort for produkternes udbredelse baseret på en stærk teknisk position. Det rummer mulighed for gennemslag på indtjeningen (Leverage effekt). Moderniseringen af hjemmesiden og profilen med de underliggende IT-systemer skal nu sammen med de spændende nye partneraftaler give selskabet vækst og et stort løft i overskuddet. Året 2010/11 var en overgangsfase med oprustning.

Mest lovende tegner samarbejdet med Metro International - bliver det et stort gennembrud eller blot en mindre tilføjelse? Forandringen omkring ejerforholdet i konkurrenten Momondo, der pr. 29-03-2011 blev solgt til Cheapflights for en pris (opgjort på 100 % basis) som kan estimeres til rundt 200 mio. DKK, er et andet interessant aspekt angående en mulig vurdering af Travelmarkets værdi. Hertil skal endog lægges værdien af rettigheder til den bagvedliggende tekniske IT-plattform. Hos Travelmarket har man fuld kontrol over hele konceptet. Vurderet som aktie drejer udviklingen sig dog nu om de mere jordnære forhold med at opnå positiv udvikling i omsætning og indtjening. Udsigt til en fase med afkast og positivt gennemslag af samarbejdsaftalerne giver aktien et interessant perspektiv, men det kræver tid og dermed tålmodighed hos investorerne. Profilen er derfor en aktie egnet til langsigtet placering.

Regnskabstal

1.000 kr.	2005/06	2006/07	2007/08	2008/09	2009/10	2010/11	2011/12E
Omsætning	15.790	18.067	21.884	22.976	24.405	24.265	27.000
Bruttofortjeneste	10.853	11.341	10.427	9.729	10.836	11.833	13.000
EBITDA	2.447	4.406	4.541	1.788	2.870	3.277	4.000
Afskrivninger (D)	974	2.322	3.534	3.394	2.857	2.866	3.000
EBITA	1.473	2.085	1.007	-1.606	13	411	1.000
Amortisering (A)	952	0	0	0	0	0	0
EBIT	521	2.085	1.007	-1.606	13	411	1.000
Renter	-3	-89	-272	-236	323	-93	0
EBT	518	1.996	1.279	-1.842	336	318	1.000
Skat	38	-514	-342	-299	-103	-87	-250
Nettoresultat	556	1.482	937	-1.543	233	231	750
Balance	8.040	10.440	23.739	21.095	20.683	22.296	24.000
Immaterielle aktiver	2.203	2.995	7.590	7.609	6.475	7.943	8.000
Nettofinans	-561	-227	7.760	4.718	5.468	1.024	2.250
Egenkapital	4.434	5.580	18.354	16.129	14.477	13.798	14.500
Antal ansatte	22	21	24	26	25	27	26
Pr. ansat i 1.000 kr.							
Omsætning	718	860	912	884	976	899	923
Bruttofortjeneste	493	540	434	374	452	438	500
Løn udgiftsført	382	330	245	305	319	317	346
Driftsoverskud (EBITA)	67	99	42	-62	1	15	38
Overskudsgrad %	9,3	11,5	4,6	-7,0	0,0	1,7	3,7
EBITA/Bruttofortjeneste	13,6	18,4	9,7	-16,5	0,1	3,5	7,7
Egenkapitalforr. %	12,0	29,6	7,8	NA	1,6	1,6	5,3
Antal aktier mio. styk	2.200	2.200	2.521	2.691	2.668	2.668	2.668
Res. pr. aktie kr.	0,25	0,67	0,37	-0,57	0,09	0,09	0,28
Udbytte	0,45	0,45	0,0	0,0	0,35	0,0	0,00
Indre værdi	2,02	2,54	6,67	5,99	5,43	5,17	5,44

NB: 2005/06 ikke IFRS.

2007/08: Egenkapital

tilført 12,8 mkr.



Forbehold og ansvarsfraskrivelse

Nærværende analyse er udarbejdet efter anmodning af Travelmarket A/S, og Aktieinfo har modtaget honorar for udfærdigelsen af denne analyse, der desuden har været forelagt selskabet. Analysen og konklusionerne heri er alene udarbejdet af Aktieinfo. Aktieinfo, John Stihøj og/eller Lau Svenssen ejer ikke aktier i Travelmarket A/S på tidspunktet for analysen. Aktieinfo kan ikke drages til ansvar for rigtigheden af ovennævnte oplysninger, ej heller for opstået tab eller manglende fortjeneste som følge af at råd og forslag følges, og efterfølgende viser sig at være tabsgivende eller resultere i ikke opnået fortjeneste. Det anbefales altid at rådføre sig med et pengeinstitut eller en mægler før der disponeres. Investering i aktier er altid behæftet med risiko for tab.