

Update

Verkaufen

Target Price: 19,33 EUR

Branche: Online-Hotelreservierung
 Land: Deutschland
 WKN: 691093
 Reuters: HTLGn.DE
 Webseite: www.hotel.de

Kurs aktuell: 24,10
 Hoch 24,87 Tief 9,57
 Kurs 52 W.: 24,87
 Marktka. (Mio. EUR) 90,4
 Anzahl Aktien (in Mio.) 3,75

Hauptaktionäre

HRS GmbH 84,12%
 Streubesitz 10,84%
 Scherzer&Co 5,04%

Performance

4 Wochen 0,8%
 13 Wochen 14,2%
 26 Wochen 30,3%
 52 Wochen 72,0%
 lfd. Jahr 27,5%

Dividende

	EUR/Aktie	in %
2009	0,33	117,90%
2010	0,27	56,61%
2011	0,47	154,49%
2012E	0,04	10,74%
2013E	0,34	67,76%

hotel.de AG

Übernahme durch HRS nach Beendigung der Annahmefrist zu 84,12% vollzogen

- Nachdem die HRS Robert Ragge GmbH am 18. November 2011 gem. §§35. Abs. 2, 14 Abs. 2 und 2 des WpÜG eine Angebotsunterlage für ihr Pflichtangebot in Höhe von 18,50 Euro je Aktie unterbreitete und dadurch ihren Anteil an der hotel.de AG auf derzeit 84,12% erhöhen konnte, ist nun nach Ablauf der Annahmefrist ungewiss, wie die Bieterin weiter vorgehen wird.
- Im Geschäftsjahr 2011 konnte eine Umsatzsteigerung um 13,4% auf 41,0 Mio. Euro erzielt werden. Der Jahresüberschuss sackte jedoch hauptsächlich aufgrund von zusätzlichen, ungeplanten Investitionen in das Produkt und die IT sowie einem überproportionalem Personal- und Marketingkostenanstieg um 39,8% auf 1,07 Mio. Euro ab. Der Cashflow aus laufender Geschäftstätigkeit reduzierte sich um 65,3% auf 1,18 Mio. Euro.
- Die hotel.de AG generierte im abgelaufenen Geschäftsjahr ein provisionsfähiges Nettobuchungsvolumen in Höhe von 366,1 Mio. Euro, was einem Anstieg von 14,5% gegenüber dem Vorjahresquartal entspricht. Mit 17,6% zog das Buchungsvolumen auf dem Hauptmarkt Deutschland besonders stark an. Im Ausland konnte ein Anstieg um 10,5% verzeichnet werden. Auch das provisionsfähige Nettoabreisevolumen konnte im Vergleich zum Vorjahr um 10,8% auf 354,47 Mio. Euro zulegen.
- Der Zahlungsmittelbestand reduzierte sich leicht um 7,4%, stellt jedoch mit 21,45 Mio. Euro immer noch eine kräftige Größenordnung dar. Die Finanzstruktur ist mit einer Eigenkapitalquote von 79% sehr solide.
- Im ersten Quartal 2012 konnte das provisionsfähige Nettobuchungsvolumen um 15,5% auf 100,72 Mio. Euro verbessert werden. Das provisionsfähige Nettoabreisevolumen stieg gegenüber dem Vorjahresquartal um 10,4% auf 79,61 Mio. Euro.
- Wir haben unsere Schätzungen angepasst und erwarten, dass die Internationalisierung des Geschäfts weiterhin ausgebaut wird und die Provisionserhöhung sich positiv auf Umsatz und Margen auswirkt. In unserem DCF-Modell gelangen wir zu einem fairen Wert von 19,33 Euro. Unsere Empfehlung lautet, die Aktie zu verkaufen.



EUR m	2009	2010	2011	2012E	2013E
Umsatzerlöse	32,4	36,2	41,0	48,1	58,0
EBITDA	1,5	2,9	2,1	2,2	2,9
EBIT	0,9	2,0	1,2	1,4	2,1
Nettoergebnis	0,9	1,8	1,1	1,3	1,9
EPS	0,28	0,48	0,30	0,36	0,50
BVPS	6,42	6,63	6,44	6,76	6,92
CFPS	0,66	0,90	0,32	1,65	0,60
RoE	3,8%	7,2%	4,7%	5,3%	7,3%
RoS	2,8%	4,9%	2,8%	2,8%	3,3%
EBIT margin	2,7%	5,6%	2,9%	2,9%	3,7%

Dr. Norbert Kalliwoda
 nk@kalliwoda.com

Phone: +49 69 97 20 58 53
 www.kalliwoda.com

Inhalt

1	Übernahme durch die HRS Robert Ragge GmbH.....	3
2	Aktuelle Entwicklung und Ausblick.....	4
3	Performance	6
4	Aktie	7
4.1	Aktienkursentwicklung	7
4.2	Aktionärsstruktur.....	8
5	SWOT	8
6	Finanzteil	9
6.1	Gewinn- und Verlustrechnung	9
6.2	Bilanz	10
6.3	Kapitalflussrechnung.....	11
7	Bewertung.....	12
7.1	DCF-Modell	12
7.2	WACC.....	13
7.3	Fair Value – Sensitivitäten	14
7.4	Peer Group Analyse.....	15
8	Kontakt	16
9	Disclaimer	17

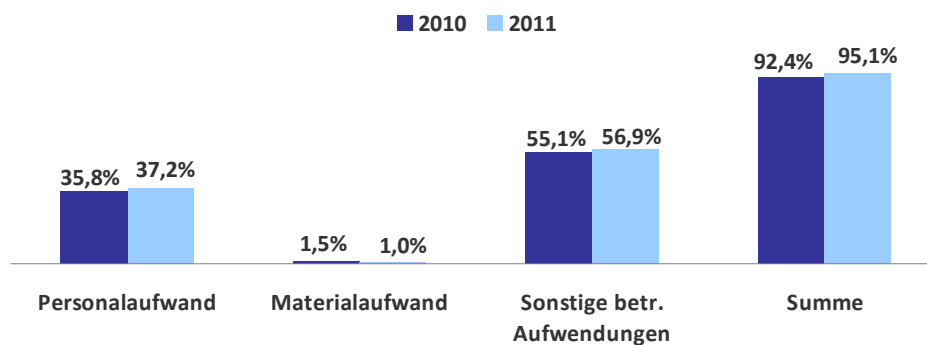
1 Übernahme durch die HRS Robert Ragge GmbH

Das wesentlichste Ereignis im letzten Geschäftsjahr war die mit derzeit 84,12% mehrheitliche Übernahme der hotel.de AG durch die HRS Robert Ragge GmbH aus Köln. Die Marke und das Management bleiben jedoch bestehen. Durch den Zusammenschluss können Synergieeffekte generiert werden. Insbesondere im Hoteleinkauf sind deutliche Effizienzsteigerungen möglich und bei der Auslandsexpansion werden Abstimmungen vorgenommen. Den Kunden kann eine noch größere Auswahl an Hotels geboten werden. Insgesamt wird der Zusammenschluss für beide Unternehmen zu Umsatzsteigerungen führen und die Position gegenüber den zum Teil weitaus größeren Wettbewerbern, wie beispielsweise Priceline oder Expedia verbessern.

Am 28.03.2012 wurde bekannt gegeben, dass den Aktionären auf der kommenden ordentlichen Hauptversammlung am 12.07.2012 vorgeschlagen wird, einen Ergebnisabführungsvertrag zwischen der hotel.de AG, als abführendes Unternehmen, und der HRS Robert Ragge GmbH zu beschließen.

2 Aktuelle Entwicklung und Ausblick

Die wirtschaftlichen Daten des abgelaufenen Geschäftsjahres fielen nicht überraschend aus. 2011 konnte eine Umsatzsteigerung um 13,4% auf 41,0 Mio. Euro erzielt werden. Die sonstigen betrieblichen Erträge erhöhten sich von 1,8 Mio. Euro auf 2,6 Mio. Euro. Darin enthalten sind auch die 1,0 Mio. Euro Ertrag, die am 14.11.2011 angekündigt wurden und im Zusammenhang mit einem gescheiterten Übernahmeversuch stehen. Der Jahresüberschuss verringerte sich jedoch hauptsächlich aufgrund von zusätzlichen, ungeplanten Investitionen in das Produkt und die IT sowie eines überproportionalen Personal- und Marketingkostenanstieges um 39,8% auf 1,07 Mio. Euro.

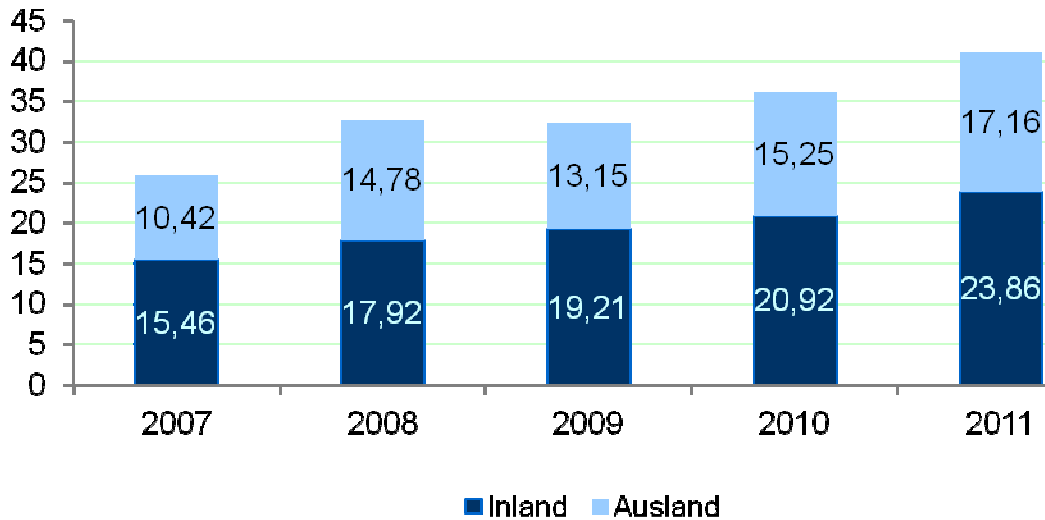


In % von Umsatz + sonstige betriebliche Erträge

Quelle: Thomson Reuters

Der Cashflow aus laufender Geschäftstätigkeit reduzierte sich um 65,3% auf 1,18 Mio. Euro. Die hotel.de AG generierte im letzten Jahr ein provisionsfähiges Nettobuchungsvolumen in Höhe von 366,1 Mio. Euro, was einem Anstieg von 14,5% gegenüber dem Vorjahresquartal entspricht. Mit 17,6% zog das Buchungsvolumen auf dem Hauptmarkt Deutschland besonders stark an. Auf den ausländischen Märkten konnte hier ein Anstieg um 10,5% verzeichnet werden. Auch das provisionsfähige Nettoabreisevolumen konnte im Vergleich zum Vorjahr um 10,8% auf 354,47 Mio. Euro zulegen. Der Zahlungsmittelbestand reduzierte sich leicht um 7,4%, stellt jedoch mit 21,45 Mio. Euro immer noch eine kräftige Größenordnung dar. Die Finanzstruktur ist mit einer Eigenkapitalquote von 79% sehr solide.

Umsätze in Mio. Euro



Quelle: hotel.de AG

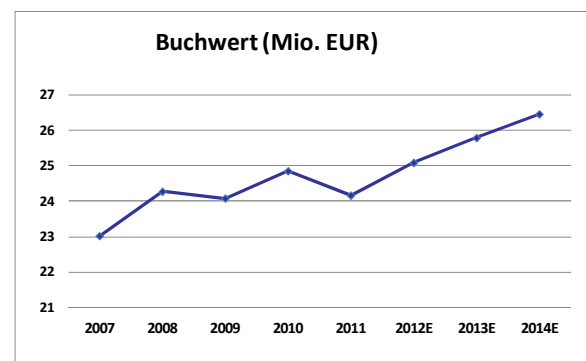
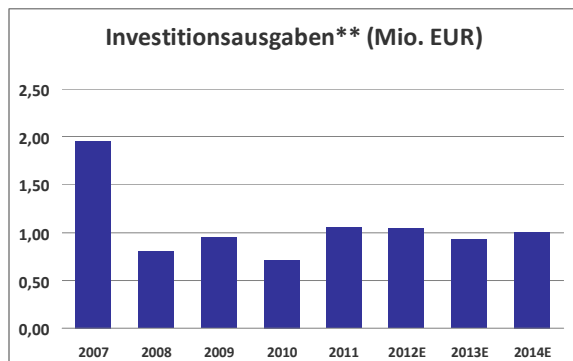
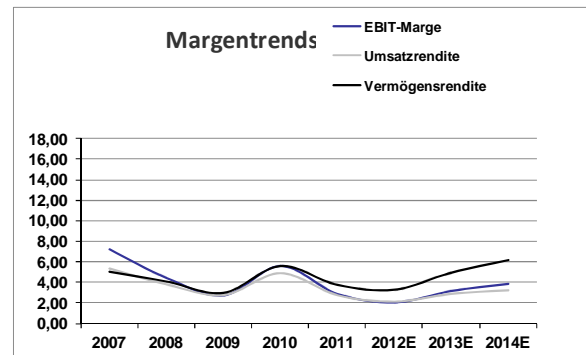
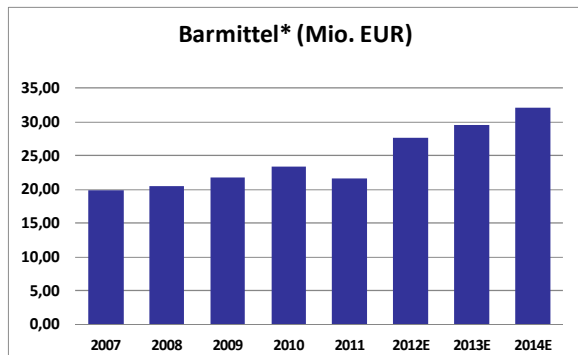
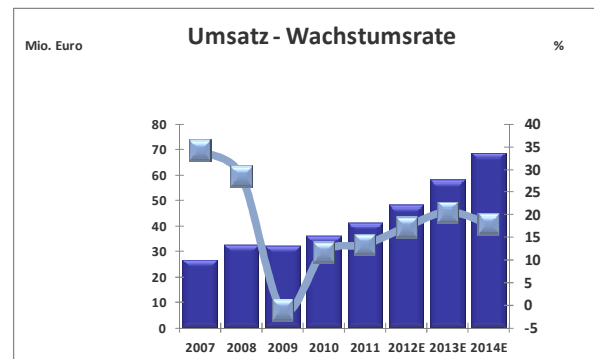
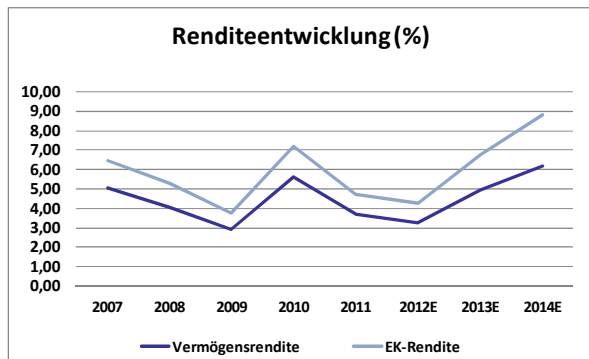
Umsatz und Margen werden im Laufenden Geschäftsjahr durch die Erhöhung der Standardprovision verbessert werden. Diese wurde seit dem 01.03.2012 auf 15% erhöht. Somit beträgt die durchschnittliche Provision nun in etwa 13,1%. Damit gehört die hotel.de AG im Vergleich zu anderen Anbietern immer noch zu den günstigeren. 2011 wurden Investitionen in die Auslandsexpansion getätigt und werden auch in diesem Geschäftsjahr eine zentrale Rolle spielen. Der Auslandsumsatz erhöhte sich aufgrund von negativen wirtschaftlichen Entwicklungen in einigen Ländern unterproportional um 12,5% auf 17,16 Mio. Euro. Da der inländische Umsatz stärker zulegte, verringerte sich der Anteil des ausländischen Umsatzes am Gesamtumsatz auf 41,8%. In Zukunft wird bei der internationalen Expansion eine gemeinsame und abgestimmte Strategie mit der HRS Robert Ragge GmbH verfolgt.

Zunehmend buchen Privatkunden und Geschäftskunden ihre Hotels mittels mobile Applikationen über Ihre Smartphones und Tablet PCs. Um von diesem Trend zu profitieren entwickelte die hotel.de AG zuerst ein entsprechendes Programm für das iPhone, was mit dem e-Star Excellence Award 2011 ausgezeichnet wurde, später dann auch für Android-, BlackBerry- und Windows Phone 7-Geräte. Für Tablet PCs wurde bisher nur für das iPad eine Anwendung entwickelt. Die mobile Seite m.hotel.de wurde schon Anfang 2010 gestartet.

Weiterhin ist der neue Internetauftritt seit Januar 2012 verfügbar. Insgesamt ist nicht nur das Design überarbeitet worden. Die Webseiten hotel.de und hotel.info sind auch hinsichtlich Übersichtlichkeit und Funktionalität verbessert worden. So ist beispielsweise der Weg durch die einzelnen Buchungsschritte kürzer und die Ladezeiten sind kürzer als vorher.

Die jüngsten Erneuerungen zeigen, dass das Unternehmen sehr innovativ ist und schnell auf Marktdynamiken reagieren kann. Aufgrund der aktuellen Entwicklung und solider makroökonomischer Rahmenbedingungen auf dem Hauptmarkt Deutschland und weiteren Wachstums auf den Ausländischen Märkten gehen wir für 2012 von einer Umsatzwachstumsrate in Höhe von 17,3 Prozent aus. Das Ziel einer leicht überproportionalen EBIT-Entwicklung halten wir für realistisch.

3 Performance



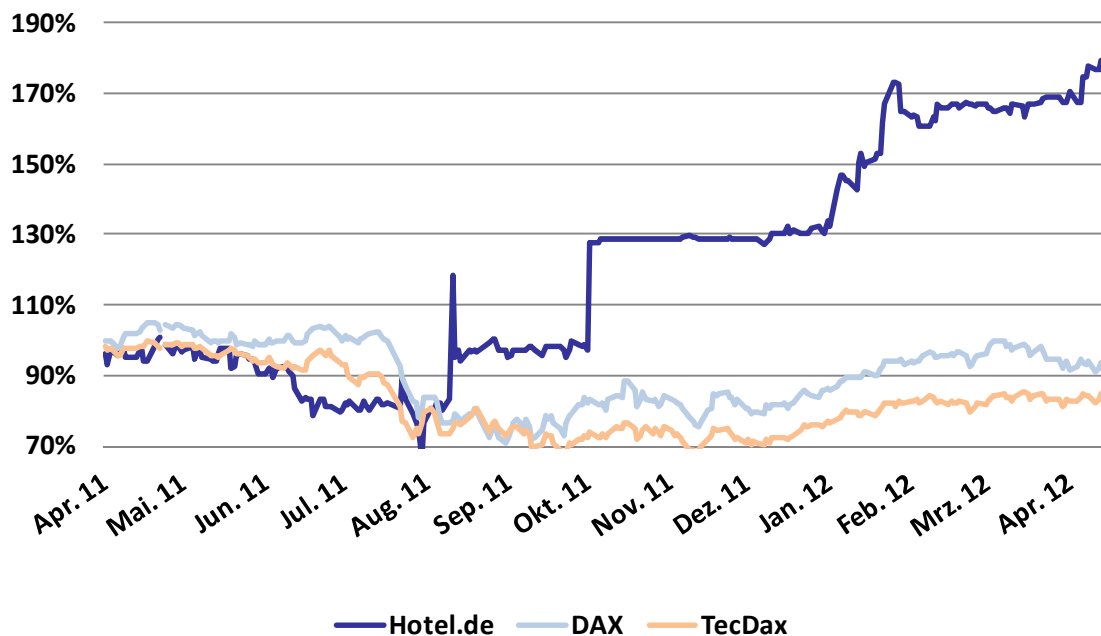
* Kassenbestand und Finanzanlagen

** Auszahlungen für Investitionen in Sachanlagen und immaterielle Anlagen

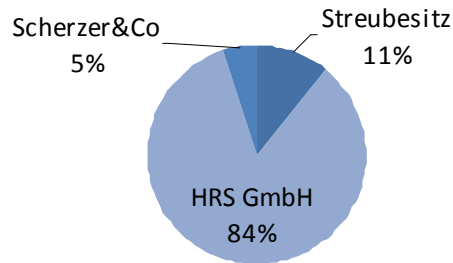
4 Aktie

Die ersten Monate waren durch einen fallenden Trend gekennzeichnet. Insbesondere die letzten sechs Monate war der Aktienkursverlauf jedoch durch die Übernahme der HRS GmbH geprägt. Nach der Bekanntgabe der Übernahme sprang der Kurs auf 18,50 Euro und verharrte dort bis Ende Dezember. Nach Ablauf der Annahmefrist stieg der Kurs erneut. Insgesamt verzeichnete die Aktie eine 52-Wochen-Performance von 72,8 Prozent. Bis zum August des letzten Jahres verhielt sich die hotel.de Aktie gegenüber dem Dax und dem TecDax ähnlich. Danach konnte sie eine deutliche Outperformance im Vergleich zu den Indices verzeichnen.

4.1 Aktienkursentwicklung



4.2 Aktionärsstruktur



Quelle: Thomson Reuters

5 SWOT

Stärken

- Viele Firmenkunden, die hohe Provisionserlöse garantieren
- Hohe Liquidität und Eigenkapitalquote geben Sicherheit
- Hoher Bekanntheitsgrad der Marken hotel.de/hotel.info
- Alle unterschiedlichen Buchungssysteme sind auf der Plattform integriert
- hotel.de bietet den Hotels einen kostengünstigen und reichweitenstarken Vertriebskanal

Schwächen

- Fokus auf Hotels, wodurch bestimmte Zielgruppen wegfallen (Kunden, die Pauschalreisen nachfragen)
- schwache Position auf ausländischen Märkten
- Generell starker Wettbewerb im Online Reisemarkt

Chancen

- Bei Geschäftsreisen Trend zu kostengünstigen Buchungsformen wie Online-Buchungen
- Hohes Wachstum im Ausland möglich
- Provisionserhöhungen sorgen für Erlössteigerungen
- Liquidität für Expansion (z.B. Akquisitionen) ist vorhanden
- hotel.de hat stetig in die Auslandsexpansion investiert
- Marktanteilgewinnung durch starke Position im Bereich mobiler Applikationen

Risiken

- Hotels versuchen, Buchungskunden im Internet auf die hoteleigene Website zu bringen
- Große Buchungskunden können Firmenraten direkt mit Hotels verhandeln
- Provisionen kommen wegen steigender Wettbewerbsintensität unter Druck
- Eintritt vom Google Hotelfinder in den deutschen und anderen Internetfirmen in den Hotelvermittlungsmarkt

6 Finanzteil

6.1 Gewinn- und Verlustrechnung

Gewinn- und Verlustrechnung - hotel.de							
Zahlenangaben in Mio. Euro	Geschäftsjahr						
	2008	2009	2010	2011	2012E	2013E	2014E
Umsatzerlöse	32,7	32,4	36,2	41,0	48,1	58,0	68,5
Sonstige betriebliche Erträge	1,7	2,6	1,8	2,6	2,3	2,1	2,1
Materialaufwand	-3,2	-3,6	-0,6	-0,4	-0,7	-0,8	-0,8
Rohergebnis	31,3	31,4	37,4	43,1	49,7	59,4	69,8
Personalaufwand	-14,1	-13,6	-13,6	-16,2	-19,2	-22,6	-26,2
Abschreibungen auf immaterielle VG und SA	-0,4	-0,6	-0,9	-1,0	-0,8	-0,7	-0,7
Sonstige betriebliche Aufwendungen	-15,3	-16,3	-20,9	-24,8	-28,4	-33,9	-40,0
Betriebsergebnis	1,5	0,9	2,0	1,2	1,4	2,1	2,9
Erträge aus anderen Wertpapieren und Ausleihungen des Finanzanlagevermögens	0,1	0,5	0,5	0,4	0,4	0,4	0,4
Zinserträge	0,3	0,1	0,1	0,1	0,2	0,3	0,3
Zinsaufwendungen	-0,1	-0,0	-0,0	-0,0	-0,1	-0,1	-0,1
Ergebnis vor Steuern	1,7	1,4	2,6	1,7	1,9	2,8	3,5
Ertragsteuern	-0,5	-0,5	-0,8	-0,5	-0,6	-0,9	-1,1
Jahresüberschuss/-fehlbetrag	1,3	0,9	1,8	1,1	1,3	1,9	2,4
<i>Ergebnis je Aktie (unverwässert) reported</i>	0,33	0,28	0,48	0,30	0,36	0,50	0,64
<i>Ergebnis je Aktie (verwässert) reported</i>	0,33	0,28	0,48	0,30	0,36	0,50	0,64
Profit & Loss (Year on Year)							
Umsatzerlöse	26,4%	-1,1%	11,8%	13,4%	17,3%	20,6%	18,0%
Sonstige betriebliche Erträge	89,5%	50,9%	-31,9%	43,6%	-9,3%	-8,0%	0,0%
Materialaufwand	56,4%	14,8%	-84,6%	-20,1%	57,0%	8,6%	0,0%
Rohergebnis	26,3%	0,2%	19,2%	15,4%	15,3%	19,4%	17,6%
Personalaufwand	22,0%	-3,5%	0,2%	19,3%	18,1%	17,9%	15,9%
Abschreibungen auf immaterielle VG und SA	3,7%	42,4%	42,3%	11,5%	-15,8%	-7,4%	0,0%
Sonstige betriebliche Aufwendungen	40,8%	6,3%	28,2%	18,5%	14,4%	19,7%	18,0%
Betriebsergebnis	-25,0%	-39,0%	128,5%	-41,6%	18,9%	50,7%	35,5%
Erträge aus anderen Wertpapieren und Ausleihungen des Finanzanlagevermögens	-50,5%	418,3%	5,6%	-11,8%	-8,5%	7,1%	0,0%
Zinserträge	1,8%	-59,9%	-19,6%	-12,2%	153,2%	50,0%	0,0%
Zinsaufwendungen	62,7%	-50,6%	-68,3%	169,2%	100,0%	42,9%	0,0%
Ergebnis vor Steuern	-25,8%	-17,4%	81,5%	-35,9%	16,2%	41,7%	27,3%
Ertragsteuern	-46,2%	9,6%	54,7%	-35,5%	14,5%	41,7%	27,3%
Jahresüberschuss/-fehlbetrag	-13,0%	-28,0%	97,3%	-36,0%	17,0%	41,7%	27,3%
Profit & Loss (% of Revenues)							
Umsatzerlöse	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	118,0%
Sonstige betriebliche Erträge	5,3%	8,1%	4,9%	6,3%	4,8%	3,7%	3,7%
Materialaufwand	-9,6%	-11,2%	-1,5%	-1,1%	-1,5%	-1,3%	-1,3%
Rohergebnis	95,7%	96,9%	103,4%	105,2%	103,4%	102,4%	120,4%
Personalaufwand	-43,0%	-41,9%	-37,6%	-39,5%	-39,8%	-38,9%	-45,1%
Abschreibungen auf immaterielle VG und SA	-1,3%	-1,9%	-2,4%	-2,3%	-1,7%	-1,3%	-1,3%
Sonstige betriebliche Aufwendungen	-46,9%	-50,4%	-57,8%	-60,4%	-58,9%	-58,5%	-69,0%
Betriebsergebnis	4,5%	2,7%	5,6%	2,9%	2,9%	3,7%	5,0%
Erträge aus anderen Wertpapieren und Ausleihungen des Finanzanlagevermögens	0,3%	1,5%	1,4%	1,1%	0,9%	0,8%	0,8%
Zinserträge	0,9%	0,3%	0,2%	0,2%	0,4%	0,5%	0,5%
Zinsaufwendungen	-0,3%	-0,1%	0,0%	-0,1%	-0,1%	-0,2%	-0,2%
Ergebnis vor Steuern	5,3%	4,5%	7,2%	4,1%	4,1%	4,8%	6,1%
Ertragsteuern	-1,5%	-1,7%	-2,3%	-1,3%	-1,3%	-1,5%	-1,9%
Jahresüberschuss/-fehlbetrag	3,8%	2,8%	4,9%	2,8%	2,8%	3,3%	4,1%

Dr. Kalliwoda | Research © 2012

6.2 Bilanz

Bilanzen - hotel.de							
Zahlenangaben in Mio. Euro	Geschäftsjahr						
	2008	2009	2010	2011	2012E	2013E	2014E
Aktiva							
<i>Anlagevermögen</i>							
Immaterielle Vermögenswerte	1,3	1,0	1,0	0,6	0,6	0,6	0,6
Sachanlagen	0,5	1,0	0,9	1,3	1,0	0,9	0,9
Finanzanlagen	2,5	11,1	11,8	11,1	10,4	11,4	10,1
Summe Anlagevermögen	4,3	13,1	13,7	13,1	12,0	12,9	11,6
<i>Umlaufvermögen</i>							
Vorräte	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Ford. und sonstige Vermögenswerte	8,4	7,0	6,4	6,7	3,9	4,0	4,0
Wertpapiere	0,7	0,0	0,3	0,3	0,0	0,0	0,0
Kassenbestand, Guthaben bei KI	17,9	10,7	11,5	10,5	17,5	18,3	22,1
Summe Umlaufvermögen	27,0	17,7	18,1	17,6	21,4	22,3	26,1
Bilanzsumme	31,4	30,8	31,9	30,6	33,4	35,2	37,7
<i>Eigenkapital</i>							
Gezeichnetes Kapital	3,8	3,8	3,8	3,8	3,8	3,8	3,8
Kapitalrücklage	15,6	15,6	15,6	15,6	15,6	15,6	15,6
Gewinnrücklage	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1
Bilanzgewinn	4,8	4,6	5,4	4,7	5,9	6,5	7,1
Summe Eigenkapital	24,3	24,1	24,8	24,2	25,3	26,0	26,5
<i>Rückstellungen</i>							
Steuerrückstellungen	0,0	0,3	0,7	0,3	0,3	0,3	0,3
Sonstige Rückstellungen	2,3	2,3	2,2	2,6	1,7	2,1	3,1
Summe Rückstellungen	2,3	2,6	2,9	2,8	2,0	2,4	3,4
<i>Verbindlichkeiten</i>							
Verbindlichkeiten ggü Kreditinstituten	0,2	0,2	0,2	0,1	0,1	0,1	0,1
Verbindlichkeiten aus LuL	0,5	0,3	0,9	0,9	1,2	1,0	1,3
Verbindlichkeiten ggü verb. Unternehmen	0,2	0,2	0,2	0,3	0,5	0,9	1,5
Sonstige Verbindlichkeiten	3,3	3,1	2,5	2,1	3,6	3,9	3,9
Rechnungsabgrenzung	0,6	0,3	0,3	0,2	0,6	0,9	0,9
Summe Verbindlichkeiten	4,8	4,1	4,1	3,7	6,1	6,8	7,7
Bilanzsumme	31,4	30,8	31,9	30,6	33,4	35,2	37,7

Dr. Kalliwoda | Research © 2012

6.3 Kapitalflussrechnung

Kapitalflussrechnung - hotel.de							
Zahlenangaben in Mio. Euro	Geschäftsjahr						
	2008	2009	2010	2011	2012E	2013E	2014E
Cashflow aus lfd. Geschäftstätigkeit							
Jahresüberschuss	1,3	0,9	1,8	1,1	1,3	1,9	2,4
Abschreibungen auf Anlagevermögen	0,5	0,6	0,9	1,0	0,8	0,7	0,7
Zuschreibungen auf Anlagevermögen	0,0	-0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Zunahme/Abnahme der langfristigen Rückstellungen	0,0	0,1	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0
Sonstige zahlungsunwirksame Aufwendungen/Erträge	0,0	-0,7	-0,3	-0,5	-0,7	-0,5	-0,6
Gewinn/Verlust aus dem Abgang von Anlagevermögen	0,0	-0,2	-0,1	-0,1	0,0	0,0	-0,1
Zunahme/Abnahme der kurz- und mittelfr. Rückstellungen	-0,7	0,3	0,2	-0,1	0,1	0,1	0,1
Zunahme/Abnahme der passiv latenten Steuern	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Zunahme/Abnahme der Vorräte, Forderungen aus LuL sowie sonstiger Aktiva	0,1	0,8	-0,1	-0,8	2,8	-0,1	0,0
Zunahme/Abnahme der Verbindlichkeiten aus LuL sowie sonstiger Passiva	1,0	0,8	1,0	0,5	1,7	0,1	0,3
Cashflow aus lfd. Geschäftstätigkeit	2,1	2,5	3,4	1,2	6,2	2,3	2,8
Auszahlungen für Investitionen in Sachanlagen	-0,5	-0,8	-0,2	-0,9	-0,6	-0,6	-0,7
Einzahlungen aus dem Abgang von Finanzanlagen	3,4	2,9	4,6	5,5	4,3	4,0	5,0
Auszahlungen für Investitionen in immaterielle Anlagen	-0,3	-0,1	-0,6	-0,1	-0,4	-0,4	-0,3
Auszahlungen für Investitionen in Finanzanlagen	-2,2	-11,2	-5,2	-4,8	-2,8	-3,2	-2,2
Zu-/Abfluss aus investiver Tätigkeit	0,3	-9,3	-1,3	-0,3	0,5	-0,1	1,8
Aus- und Einzahlungen aus Kapitalerhöhungen	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	1,0
Dividendenausschüttung	0,0	-1,2	-1,0	-1,8	-0,2	-1,3	-1,8
Einzahlungen aus Anleihen und Aufnahme von Krediten	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Auszahlungen aus der Tilgung von Anleihen und Krediten	0,0	0,0	0,0	-0,1	0,0	0,0	0,0
Zu-/Abfluss aus Finanzierungstätigkeit	0,0	-1,3	-1,0	-1,8	-0,1	-1,3	-0,8
Zahlungswirksame Veränderungen (Gesamt)	2,5	-8,1	1,0	-0,9	6,6	0,8	3,8
Zahlungsmittel zum 1.1.	16,2	18,6	10,7	11,8	10,8	17,5	18,3
Veränderungen aus Konsolidierungskreisänd.	0	0	0	0	0	0	0
Konsol. Veränderungen/Sonstige Veränderungen	0	0	0	0	0	0	0
Zahlungsmittel zum 31.12.	18,6	10,7	11,8	10,8	17,5	18,3	22,1

Dr. Kalliwoda | Research © 2012

7 Bewertung

7.1 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 hotel.de AG verwendet.

Dem unterjährigen Bewertungsstichtag wurde durch die Abzinsung der operativen Free Cashflows auf den Bewertungsstichtag Rechnung getragen. Als Bewertungsstichtag wurde der 01.04.2012 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 04/2012)					
	Phase 1				
(Mio. EUR)	2012e	2013e	2014e	2015e	2016e
Umsatz	48,11	58,02	68,46	75,99	83,59
Veränderungsrate	17%	21%	18%	11%	10%
EBIT	1,41	2,12	2,87	6,62	5,03
Veränderungsrate	19%	51%	36%	130%	-24%
Marge	2,9%	3,7%	4,2%	8,7%	6,9%
Beteiligungsergebnis	0,41	0,44	0,40	0,45	0,45
EBT ex. Zinsergebnis	1,82	2,56	3,27	7,07	7,07
operativer Steueraufwand	-0,61	-0,87	-1,03	-2,23	-2,23
Steuerquote (ex. Zinsergebnis)	33,8%	34,0%	31,5%	31,5%	31,5%
Abschreibungen imm. Verm. u. Sachanl.	0,81	0,75	0,60	0,30	0,33
Abschreibungsquote (%Umsatz)	1,7%	1,3%	0,9%	0,4%	0,4%
Veränderung langf. Rückstellungen	0,04	0,03	0,00	0,00	0,00
Anteil Umsatz	0,1%	0,1%	0,0%	0,0%	0,0%
CF-Geschäftsbedarf (Veränderung WC)	4,71	0,09	-0,15	-0,14	-0,15
Working-Capital-Ratio (%Umsatz)	9,8%	0,2%	-0,2%	-0,2%	-0,2%
Investitionen	0,53	-0,13	-1,99	-2,28	-2,28
Investitionsquote (%Umsatz)	1,1%	-0,2%	-2,9%	-3,0%	-3,0%
Sonstige Anpassungen	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Free Cash-Flow	7,30	2,43	0,71	2,72	2,74

Dr. Kalliwoda | Research © 2012

7.2 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	3,0%
Angleichungsphase (ab 2016)	5 Jahre
Anfangswachstum des Umsatzes	1,0%
Margenentwicklung (p.a.)	+1 BP
Eigenkapitalkosten	
Langfristiger risikoloser Zinssatz	2,0%
Risikoprämie Markt / Aktienmarktrendite	5,0%
Beta des Unternehmens (Näherung)	0,95
Eigenkapitalkostensatz	6,8%
Fremdkapitalkosten	
Fremdkapitalkostensatz (vor St.)	7,0%
Steuersatz auf Fremdkapitalzinsen	30,0%
Fremdkapitalkostensatz (nach St.)	4,9%
Wert des Eigenkapitals	91
Wert des Fremdkapitals	4
Gearing	4,1%
WACC	6,68%

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

7.3 Fair Value – Sensitivitäten

Der von uns ermittelte faire Wert der Aktie beläuft sich auf EUR 19,33. Er ist damit um 19,8 Prozent niedriger als der aktuelle Kurs (EUR 24,10). 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				
$\beta = 0,95$		6,18%	6,43%	6,68%	6,93%	7,18%
Wachstum	2,0%	19,16	18,48	17,87	17,32	16,83
	2,5%	20,04	19,23	18,52	17,88	17,31
	3,0%	21,19	20,20	19,33	18,58	17,91
	3,5%	22,78	21,50	20,41	19,48	18,68
	4,0%	25,10	23,33	21,89	20,69	19,68

Sensitivitätsanalyse		Marktkapitalisierung				
(Mio.EUR)		Diskontierungszinssatz				
$\beta = 0,95$		6,18%	6,43%	6,68%	6,93%	7,18%
Wachstum	2,0%	71,85	69,30	67,02	64,96	63,10
	2,5%	75,15	72,11	69,43	67,05	64,92
	3,0%	79,48	75,74	72,50	69,67	67,17
	3,5%	85,43	80,61	76,54	73,06	70,04
	4,0%	94,11	87,49	82,09	77,60	73,80

7.4 Peer Group Analyse

Die aus unserem DCF-Modell hervorgegangene Bewertung der hotel.de AG haben wir zusätzlich mit Hilfe einer Peer Group Analyse einer Plausibilitätsprüfung unterzogen. Dabei haben wir vorrangig Unternehmen ausgewählt, die sich auf die Vermittlung von Reisen spezialisiert haben. Multiplikator-Verfahren basieren auf einer vergleichenden Betrachtungsweise, indem geeignete Vervielfältiger aus Kapitalmarktdaten und Finanzberichterstattung börsennotierter Vergleichsunternehmen auf das zu bewertende Unternehmen übertragen werden.

Die sich hieraus ergebene Bewertung für die hotel.de AG Aktie beträgt 10,14 Euro. Der signifikante Unterschied zum Discounted-Cashflow-Modell ist dadurch begründet, dass die hotel.de AG stark in den internationalen Geschäftsausbau investiert und die Multiples daher im Vergleich zu den Vergleichsunternehmen bescheiden ausfallen. Da bei dieser Bewertungsmethode jedoch nur ein beschränkter Zeitrahmen betrachtet wird und wir erwarten, dass sich die relativen Finanzkennzahlen der hotel.de AG deutlich besser entwickeln werden, als die vergleichbarer Unternehmen, ist für die Gesamtbewertung der Aktie das Discounted-Cashflow-Modell aussagestärker, exakter und zu bevorzugen.

Die Ausgangsdaten der Vergleichsunternehmen stammen von dem Informationsdienstleister Thomson Reuters. Bei der Berechnung des Enterprise Value von hotel.de wurden die jederzeit veräußerbaren Wertpapiere des Anlagevermögens als liquide Mittel berücksichtigt.

Peer Group Multiples			Enterprise Value Multiples									Equity Value Multiples									
Peers	EV / Sales			EV / EBITDA			EV / EBIT			Price / Eps			Dividend Yield			Price / Cfps			Price / Bvps		
	2012	2013	2014	2012	2013	2014	2012	2013	2014	2012	2013	2014	2012	2013	2014	FY2012	FY2013	FY2014	2012	2013	2014
Avis Budget Group Inc	1,3	1,3	1,2	15,1	14,2	13,4	14	13	10	8,3	7,3	6,9	0%	0%	0%	n.a.	n.a.	n.a.	-4,2	-7,0	n.a.
Ctrip.Com International Ltd	3,5	2,9	2,5	11,9	13,6	9,5	13	10	10	21,4	17,1	15,5	0%	0%	0%	13,7	10,5	12,7	2,6	2,1	1,9
Expedia Inc	1,2	1,1	1,0	6,4	6,0	5,5	7	7	7	14,5	12,8	11,4	1%	1%	1%	8,9	8,6	8,5	2,8	2,4	2,1
Orbitz Worldwide Inc	0,9	0,8	0,8	5,8	5,4	5,0	11	9	9	14,9	10,2	9,1	0%	0%	0%	4,5	4,0	4,2	1,8	1,5	1,2
Priceline.com Inc	6,5	5,4	4,5	24,2	17,8	14,3	19	15	12	24,2	19,5	15,7	0%	0%	0%	23,2	19,8	14,1	9,4	6,7	4,5
Travelzoo Inc	2,4	2,1	1,9	9,7	9,3	7,8	9	8	5	18,2	15,2	11,9	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
hotel.de	1,7	1,4	1,2	36,2	27,5	22,1	56,9	38,0	27,5	66,9	48,2	37,7	0%	1%	2%	12,9	39,8	164,4	3,6	3,5	3,4
Median	1,7	1,4	1,2	11,9	13,6	9,5	12,6	10,2	10,3	18,2	15,2	11,9	0%	0%	0%	12,9	10,5	12,7	2,7	2,3	2,1
Mean	2,5	2,1	1,9	15,6	13,4	11,1	18,5	14,3	11,6	24,1	18,6	15,4	0%	0%	0%	12,6	16,6	40,8	2,6	1,6	2,6
Peer Benchmark	1,0	0,9	0,8	11,9	9,1	8,0	12,6	10,2	13,1	9,1	7,9	6,7	3%	4%	5%	4,3	4,1	4,0	1,1	0,8	0,8
Discount (-)/Premium (+) in %	59	45	38	205	203	175	353	271	110	633	509	466	94	60	60	202	865	3966	239	315	336

Valuation																					
Peer Benchmark	1,0	0,9	0,8	11,9	9,1	8,0	12,6	10,2	13,1	9,1	7,9	6,7	3%	4%	5%	4,3	4,1	4,0	1,1	0,8	0,8
hotel.de financials	48	58	69	2	3	4	1	2	3	0,4	0,5	0,6	0,0	0,3	0,5	1,9	0,6	0,1	6,7	6,9	7,1
Implied Enterprise Value	50	55	58	26	26	29	18	21	38												
+ Cash and Cash Equivalents	11	11	11	11	11	11	11	11	11												
- Financial Debt	0	0	0	0	0	0	0	0	0												
- Pension Liabilities	0	0	0	0	0	0	0	0	0												
- Minority Interest	0	0	0	0	0	0	0	0	0												
- Preferred Equity	0	0	0	0	0	0	0	0	0												
+ Change in Equity Capital	0	0	0	0	0	0	0	0	0												
Implied Equity Value	61	66	69	37	37	40	28	32	49												
Number of Shares	4	4	4	4	4	4	4	4	4												
Implied fair value per share	16,2	17,5	18,3	9,8	9,9	10,6	7,5	8,6	13,0	3,3	4,0	4,3	1,5	9,6	9,6	8,0	2,5	0,6	7,1	5,8	5,5
Weights	11%	11%	11%	11%	11%	11%	11%	11%	11%	8%	8%	8%	8%	8%	8%	8%	8%	8%	8%	8%	8%
Results				12,37									5,15								
Weights	8%	8%	8%	8%	8%	8%	8%	8%	8%	3%	3%	3%	3%	3%	3%	3%	3%	3%	3%	3%	3%
Fair Value Implied by Both Peer Multiples:											10,14 EUR										
Premium (Discount) to Peer Benchmark: 0 %																					
Fair Value per Share 10,14 EUR																					

Source: ThomsonReutersKnowledge, Dr. Kalliwoda | Research 2012

8 Kontakt

hotel.de AG

Hugo-Junkers-Str. 15-17
90411 Nürnberg

Tel.: +49-(0)911-59832-0
Fax: +49-(0)911-59832-11
E-Mail: ir@hotel.de
IR-Kontakt: Aleksander
Szumilas

DR. KALLIWODA RESEARCH GmbH		Rüsterstraße 4a 60325 Frankfurt Tel.: 069-97 20 58 53 www.kalliwoda.com
Primary Research Fair Value Analysis International Roadshows		
Head: Dr. Norbert Kalliwoda E-Mail: nk@kalliwoda.com	CEFA-Analyst; University of Frankfurt/Main; PhD in Economics; Dipl.-Kfm.	Sectors: IT, Software, Electricals & Electronics, Mechanical Engineering, Logistics, Laser, Technology, Raw Materials
Sven Bedbur E-Mail: sb@kalliwoda.com	Dipl.-Kfm. Analyst; University of Frankfurt/Main	Sectors: IT Services & Software, Financial Services, Mining & Exploration
Adrian Kowollik Email: ak@kalliwoda.com	Dipl.Kfm; Humboldt-Universität zu Berlin, CFA candidate	Sectors: Media, Gaming, Internet, Technology, Eastern European stocks
Maximilian F. Kaessens E-Mail: mk@kalliwoda.com	Bachelor of Science in Business Administration (Babson College (05/2012), Babson Park, MA (US))	Sectors: Financials, Real Estate
Dr. Christoph Piechaczek E-Mail: cp@kalliwoda.com	Dipl.-Biologist; Technical University Darmstadt; Univ. Witten-Herdecke.	Sectors: Biotech & Healthcare; Medical Technology Pharmaceutical
Dr. Erik Schneider E-Mail: es@kalliwoda.com	Dipl.-Biologist; Technical University Darmstadt; Univ. Hamburg.	Sectors: Biotech & Healthcare; Medical Technology Pharmaceutical
David Schreindorfer E-Mail: ds@kalliwoda.com	MBA, Economic Investment Management; Univ. Frankfurt/ Univ. Iowa (US).	Sectors: IT/Logistics; Quantitative Modelling
Hellmut Schaarschmidt; E-Mail: hs@kalliwoda.com	Dipl.-Geophysicists; University of Frankfurt/Main.	Sectors: Oil, Regenerative Energies, Specialities Chemicals, Utilities
Michael John E-Mail: mj@kalliwoda.com	Dipl.-Ing. (Aachen)	Sectors: Chemicals, Chemical Engineering, Basic Metals, Renewable Energies, Laser/Physics
Dr. Thomas Krassmann E-Mail: tk@kalliwoda.com	Dipl.-Geologist, M.Sc.; University of Göttingen & Rhodes University, South Africa;	Sectors: Raw Materials, Mining, Precious Metals, Gem stones.
Patrick Bellmann E-Mail: pb@kalliwoda.com	Junior-Analyst; WHU - Otto Beisheim School of Management, Vallendar (2012)	Sectors: Support Research and Quantitative Approach
Robin-Andreas Braun E-Mail: rab@kalliwoda.com	Junior-Analyst; University of Frankfurt/Main (2012)	Sectors: Support Research and Quantitative Approach
Nele Rave E-Mail: nr@kalliwoda.com	Lawyer; Native Speaker, German School London,	Legal Advisor

Also view Sales and Earnings Estimates:

DR. KALLIWODA | RESEARCH on Terminals of

Bloomberg
Thomson Reuters
vwd group
Factset

Analysts of this research:

Dr. Norbert Kalliwoda, CEFA



9 Disclaimer

KAUFEN:	Die Aktie wird auf Basis unserer Prognosen auf Sicht von 12 Monaten eine Kursentwicklung von mindestens 10 % aufweisen	BUY
AKKUMULIEREN:	Die Aktie wird auf Basis unserer Prognosen auf Sicht von 12 Monaten eine Kursentwicklung zwischen 5% und 10% aufweisen	ACCUMULATE
HALTEN:	Die Aktie wird auf Basis unserer Prognosen auf Sicht von 12 Monaten eine Kursentwicklung zwischen 5% und - 5% aufweisen	HOLD
REDUZIEREN:	Die Aktie wird auf Basis unserer Prognosen auf Sicht von 12 Monaten eine Kursentwicklung zwischen - 5% und - 10% aufweisen	REDUCE
VERKAUFEN:	Die Aktie wird auf Basis unserer Prognosen auf Sicht von 12 Monaten eine Kursentwicklung von mindestens - 10 % aufweisen	SELL

Additional Disclosure/Erklärung

DR.KALLIWODA | RESEARCH GmbH hat diese Analyse auf der Grundlage von allgemein zugänglichen Quellen, die als zuverlässig gelten, gefertigt. Wir arbeiten so exakt wie möglich. Wir können aber für die Ausgewogenheit, Genauigkeit, Richtigkeit und Vollständigkeit der Informationen und Meinungen keine Gewährleistung übernehmen.

Diese Studie ersetzt nicht die persönliche Beratung. Diese Studie gilt nicht als Aufforderung zum Kauf oder Verkauf der in dieser Studie angesprochenen Anlageinstrumente. Daher rät DR.KALLIWODA | RESEARCH GmbH, sich vor einer Wertpapierdisposition an Ihren Bankberater oder Vermögensverwalter zu wenden.

Diese Studie ist in Großbritannien nur zur Verteilung an Personen bestimmt, die in Art. 11 (3) des Financial Services Act 1986 (Investments Advertisements) (Exemptions) Order 1996 (in der jeweils geltenden Fassung) beschrieben sind. Diese Studie darf weder direkt noch indirekt an einen anderen Kreis von Personen weitergeleitet werden. Die Verteilung dieser Studie in andere internationale Gerichtsbarkeiten kann durch Gesetz beschränkt sein und Personen, in deren Besitz diese Studie gelangt, sollten sich über gegebenenfalls vorhandene Beschränkungen informieren und diese einhalten.

DR.KALLIWODA | RESEARCH GmbH sowie Mitarbeiter können Positionen in irgendwelchen in dieser Studie erwähnten Wertpapieren oder in damit zusammenhängenden Investments halten und können diese Wertpapiere oder damit zusammenhängende Investments jeweils aufstocken oder veräußern.

Mögliche Interessenskonflikte

Weder DR.KALLIWODA | RESEARCH GmbH noch ein mit ihr verbundenes Unternehmen

- hält in Wertpapieren, die Gegenstand dieser Studie sind, 1% oder mehr des Grundkapitals;
- war an einer Emission von Wertpapieren, die Gegenstand dieser Studie sind, beteiligt;
- hält an den Aktien des analysierten Unternehmens eine Netto-Verkaufsposition in Höhe von mindestens 1% des Grundkapitals;
- hat die analysierten Wertpapiere auf Grund eines mit dem Emittenten abgeschlossenen Vertrages an der Börse oder am Markt betreut.

Nur mit dem Unternehmen hotel.de AG bestehen vertragliche Beziehungen zu DR.KALLIWODA | RESEARCH GmbH für die Erstellung von Research-Studien. Durch die Annahme dieses Dokumentes akzeptiert der Leser/Empfänger die Verbindlichkeit dieses 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.