

Update
Kaufen

Target Price: 17,18 EUR

hotel.de AG

Q2: Erwartungen getroffen

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

Kurs aktuell: 13,95
Hoch **Tief**
Kurs 52 W.: 16,99 9,57
Marktkap. (Mio. EUR) 52,3
Anzahl Aktien (in Mio.) 3,75

Hauptaktionäre

Streubesitz 63,32%
Dr. Heinz Raufer 10,40%
Torsten Sturm 10,41%
Reinhard Wick 10,40%
Dr. Morschheuser 5,47%

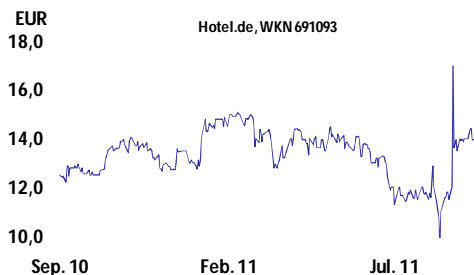
Performance

4 Wochen 20,3%
13 Wochen 7,3%
26 Wochen 9,0%
52 Wochen 9,0%
lfd. Jahr 7,3%

Dividende

	EUR/Aktie	in %
2008	0,33	98,65%
2009	0,27	96,19%
2010	0,46	96,00%
2011E	0,54	96,00%
2012E	1,14	96,00%

- Im zweiten Quartal 2011 profitierte die hotel.de AG von weiterem Wachstum in der Reisebranche. Im abgelaufenen Quartal stieg das provisionsfähige Nettobuchungsvolumen um 17,4 Prozent auf 94,3 Mio. Euro im Vergleich zum Vorjahresquartal. Das provisionsfähige Nettoabreisevolumen stieg um 9,8 Prozent auf 91,0 Mio. Euro. Der Umsatz erhöhte sich um 12,8 Prozent auf 10,7 Mio. Euro.
- Die Personalaufwandsquote erhöhte sich leicht von 40,5 Prozent auf 41,6 Prozent. Die aktuelle Mitarbeiterzahl beträgt 446 Personen (Stichtag: 30.06.2011). Das EBIT des zweiten Quartals verschlechterte sich von 0,824 Mio. Euro im Vorjahresquartal auf 0,604 Mio. Euro.
- Das Q2 2011 Periodenergebnis lag bei 0,746 Mio. Euro, was einer Verschlechterung in Höhe von 0,071 Mio. Euro gegenüber dem Vorjahresquartal entspricht. Ein im Bezug auf den Gesamtertrag überproportionaler Anstieg der Personalkosten und der sonstigen betrieblichen Aufwendungen ist der Grund dafür. Trotz dieser Entwicklung erwarten wir, dass für das Gesamtjahr eine EBIT-Verbesserung zum Vorjahr erreicht wird. Die Zahlungsmittel reduzierten sich um 3,37 Mio. Euro auf 6,33 Mio. Euro.
- Im zweiten Quartal wurden 1,13 Mio. Euro investiert. Der Großteil davon floss in die weitere Internationalisierung des Geschäfts, in den Ausbau der mobilen Anwendungen und in Marketingaktivitäten. Die Stärkung der internationalen Internetseite ist derzeit zentraler Punkt der Unternehmensstrategie und im Gesamtjahr soll der Erschließungsprozess beschleunigt werden. Dies wird mittelfristig zusammen mit dem Ausbau des Hotelangebots, Erhöhung der Verfügbarkeiten und durch den Ausbau des Suchmaschinenmarketings zu Umsatzsteigerungen führen. Kurzfristig werden die Investitionsausgaben jedoch die Gewinnmargen belasten.
- Wir haben unsere Schätzungen beibehalten, da wir erwarten, dass die Zielvorgaben erreicht werden und die Internationalisierung des Geschäfts ausgebaut wird. In unserem DCF-Modell gelangen wir weiterhin zu einem fairen Wert von 17,18 Euro. Das Urteil belassen wir bei „Kaufen“.



EUR m	2008	2009	2010	2011E	2012E
Umsatzerlöse	32,7	32,4	36,2	40,9	46,2
EBITDA	1,9	1,5	2,9	3,2	6,6
EBIT	1,5	0,9	2,0	2,5	5,9
Nettoergebnis	1,3	0,9	1,8	2,1	4,4
EPS	0,33	0,28	0,48	0,56	1,19
BVPS	6,47	6,42	6,63	6,73	7,63
CFPS	0,57	0,66	0,89	1,27	1,55
RoE	5,3%	3,8%	7,2%	8,3%	15,5%
RoS	3,8%	2,8%	4,9%	5,1%	9,6%
EBIT margin	4,5%	2,7%	5,6%	6,2%	12,7%

Dr. Norbert Kalliwoda
nk@kalliwoda.com

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

Inhalt

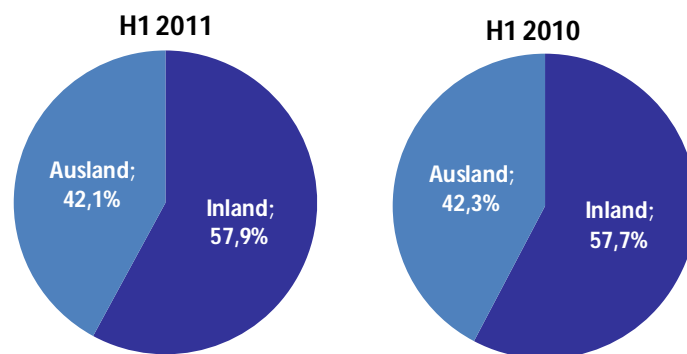
1	Aktuelle Geschäftsentwicklung.....	3
2	Ausblick.....	5
3	Aktie.....	5
3.1	SWOT	6
4	Finanzteil.....	7
4.1	Gewinn- und Verlustrechnung.....	7
4.2	Bilanz	8
4.3	Kapitalflussrechnung.....	9
5	Bewertung	10
5.1	DCF-Modell	10
5.2	WACC.....	11
5.3	Fair Value – Sensitivitäten	12
5.4	Peer Group Analyse	13
6	Kontakt	14
7	Disclaimer	15

1 Aktuelle Geschäftsentwicklung

Die Hotelbranche erfährt weiterhin eine Erholung, wovon die hotel.de AG profitiert. Insbesondere das Segment der Geschäftskunden sollte stärker wachsen. Laut dem Hotelverband IHA herrscht derzeit eine Belebung der Reisetätigkeit in deutschen Unternehmen. Das internationale Geschäft wird durch die Akquise weiterer Hotels, der Erhöhung der Verfügbarkeiten, dem Ausbau des Hotel-Centers und durch Marketingaktionen, insbesondere Suchmaschinenmarketing und der Suchmaschinenoptimierung, vorangetrieben. Durch eine zweite Niederlassung im asiatischen Raum (bisher nur in Shanghai) in Singapur, die im April 2011 eröffnet wurde, wird die Bekanntheit im asiatischen Raum erhöht und die Marktposition gestärkt. Langfristig werden diese Maßnahmen zu steigenden Umsätzen führen. Kurzfristig wird das Ergebnis jedoch belastet.

Weiterhin konnte der Trend zu Onlinebuchungen bestätigt werden, begleitet von einem Rückgang der Anbieteranzahl. Die hotel.de AG wird von dieser Dynamik, insbesondere durch eine gute Wettbewerbsposition, profitieren.

Umsatzanteile nach Regionen

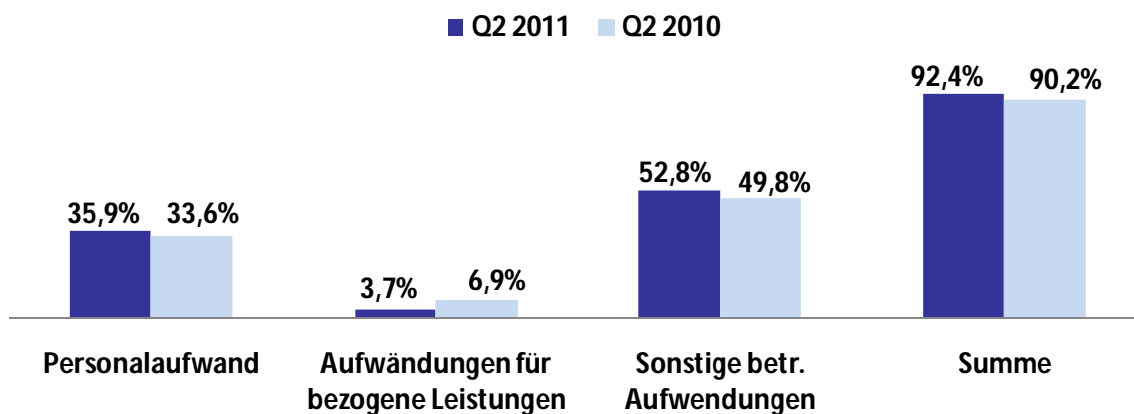


Quelle: hotel.de AG

Kosten steigen moderat

Absolut und in Relation zum Gesamtertrag stiegen die Kosten im Vergleich zum Vorjahresquartal an. Die Personalaufwandsquote stieg gemessen in Relation zur Gesamtleistung von 33,6 Prozent auf 35,9 Prozent. Insbesondere in der IT-Abteilung wurden Neueinstellungen getätigt. Die sonstigen betrieblichen Aufwendungen stiegen von 49,8 Prozent auf 52,8 Prozent der Gesamtleistung an, was unter Anderem auf höhere Marketingaufwendungen zurückzuführen ist.

Kosten in % der Gesamtleistung



Quelle: Unternehmen

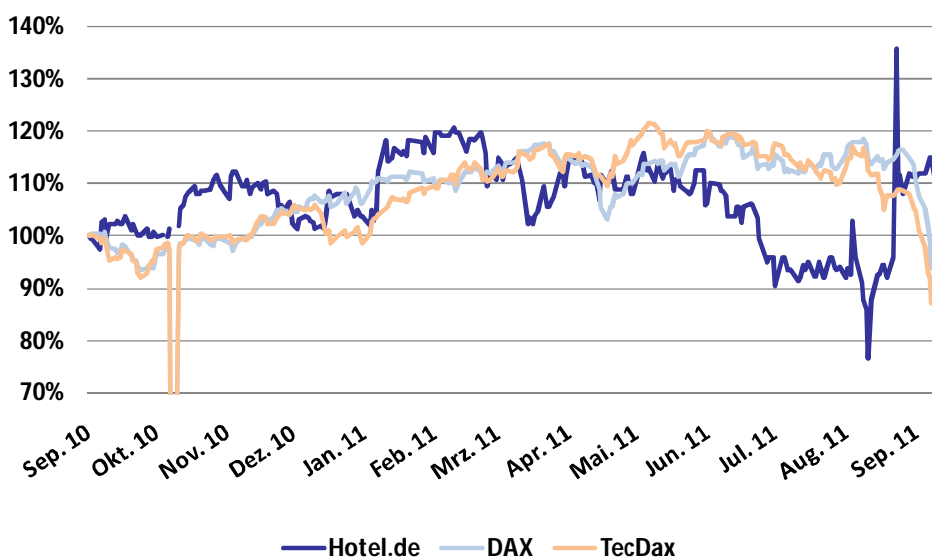
2 Ausblick

Mittel- und langfristig wird sich das Unternehmen positiv entwickeln, da es in einem weiterhin wachsenden Markt positioniert ist und insbesondere auf dem Heimatmarkt, Deutschland, eine starke Position hat. Laut einer Studie des deutschen Geschäftsreiserverbandes VDR gibt es Anzeichen, dass Unternehmen bezüglich ihrer Reiseaktivitäten zunehmend fest verhandelte Raten durch die Nutzung tagesaktueller Preise, wie sie auf hotel.de zu finden sind, ablösen werden. Die Ausweitung des Angebots über die weltweit 210.000 Hotels hinaus bei gleichzeitiger Erhöhung der (Zimmer-) Verfügbarkeiten, insbesondere im internationalen Bereich, wird die Attraktivität der Internetseite weiter steigern. Das wird sich in steigenden Umsätzen niederschlagen, da B und C Destinationen noch nicht ausreichend erschlossen sind.

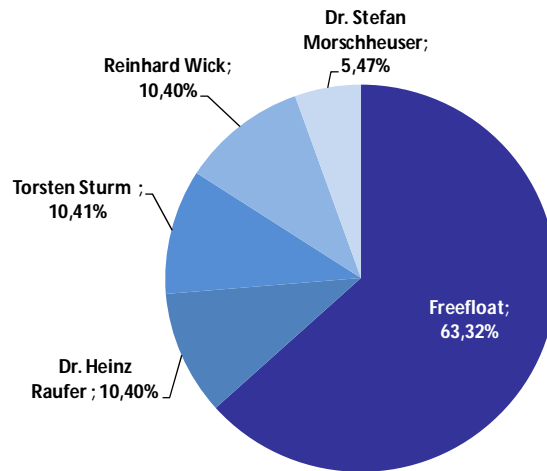
3 Aktie

Nach einem Aufwärtstrend bis zum Februar 2011 gab die Aktie ihre 52-Wochen-Kursgewinne wieder ab. Ende August legte die Aktie jedoch wieder stark zu, sodass die 52-Wochen-Performance augenblicklich 9,0% beträgt. Der anfänglich stärkere Fall, als der DAX und der TecDAX, war durch den Segmentwechsel vom General in den Entry Standard der Deutschen Börse begründet. In den letzten Wochen erwies sich der Wert der hotel.de AG stabiler als die beiden Vergleichsindices.

Aktienkursentwicklung 2010



Aktionärsstruktur



Quelle: Thomson Reuters

3.1 SWOT

Stärken	Schwächen
<ul style="list-style-type: none"> - 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 	<ul style="list-style-type: none"> - Fokus auf Hotels, wodurch bestimmte Zielgruppen wegfallen (Kunden, die Pauschalreisen nachfragen) - Mit HRS gibt es einen starken Wettbewerber in Deutschland und zunehmend auch in Europa - Generell starker Wettbewerb im Online Reisemarkt
Chancen	Risiken
<ul style="list-style-type: none"> - 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 	<ul style="list-style-type: none"> - 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

4 Finanzteil

4.1 Gewinn- und Verlustrechnung

Gewinn- und Verlustrechnung - hotel.de							
Zahlenangaben in Mio. Euro	Geschäftsjahr						
	2007	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E
Umsatzerlöse	25,9	32,7	32,4	36,2	40,9	46,2	52,2
Sonstige betriebliche Erträge	0,9	1,7	2,6	1,8	2,2	2,2	2,1
Materialaufwand	-2,0	-3,2	-3,6	-0,6	-0,6	-0,7	-0,8
Rohergebnis	24,8	31,3	31,4	37,4	42,5	47,7	53,6
Personalaufwand	-11,5	-14,1	-13,6	-13,6	-15,7	-16,6	-18,1
Abschreibungen auf immaterielle VG und SA	-0,4	-0,4	-0,6	-0,9	-0,7	-0,7	-0,7
Sonstige betriebliche Aufwendungen	-10,9	-15,3	-16,3	-20,9	-23,6	-24,5	-25,5
Betriebsergebnis	1,9	1,5	0,9	2,0	2,5	5,9	9,2
Erträge aus anderen Wertpapieren und Ausleihungen des Finanzanlagevermögens	0,2	0,1	0,5	0,5	0,4	0,4	0,4
Zinserträge	0,3	0,3	0,1	0,1	0,2	0,3	0,3
Zinsaufwendungen	-0,1	-0,1	-0,0	-0,0	-0,1	-0,1	-0,1
Ergebnis vor Steuern	2,4	1,7	1,4	2,6	3,1	6,5	9,8
Ertragsteuern	-0,9	-0,5	-0,5	-0,8	-1,0	-2,0	-3,1
Jahresüberschuss/-fehlbetrag	1,4	1,3	0,9	1,8	2,1	4,4	6,7
<i>Ergebnis je Aktie (unverwässert)</i> <i>reported</i>	0,38	0,33	0,28	0,48	0,56	1,19	1,79
<i>Ergebnis je Aktie (verwässert)</i> <i>reported</i>	0,38	0,33	0,28	0,48	0,56	1,19	1,79
Profit & Loss (Year on Year)							
Umsatzerlöse	34,0%	26,4%	-1,1%	11,8%	13,0%	13,0%	13,0%
Sonstige betriebliche Erträge	138,4%	89,5%	50,9%	-31,9%	23,1%	0,2%	-2,9%
Materialaufwand	51,1%	56,4%	14,8%	-84,6%	7,5%	16,7%	8,6%
Rohergebnis	34,9%	26,3%	0,2%	19,2%	13,6%	12,3%	12,3%
Personalaufwand	55,3%	22,0%	-3,5%	0,2%	15,5%	5,7%	9,3%
Abschreibungen auf immaterielle VG und SA	105,0%	3,7%	42,4%	42,3%	-24,5%	8,5%	6,2%
Sonstige betriebliche Aufwendungen	48,1%	40,8%	6,3%	28,2%	12,8%	4,0%	4,0%
Betriebsergebnis	-42,6%	-25,0%	-39,0%	128,5%	24,4%	131,9%	56,8%
Erträge aus anderen Wertpapieren und Ausleihungen des Finanzanlagevermögens		-50,5%	418,3%	5,6%	-21,4%	2,7%	7,1%
Zinserträge	37,7%	1,8%	-59,9%	-19,6%	155,6%	30,4%	0,0%
Zinsaufwendungen	8,5%	62,7%	-50,6%	-68,3%	669,2%	-30,0%	42,9%
Ergebnis vor Steuern	-33,5%	-25,8%	-17,4%	81,5%	16,8%	112,6%	51,2%
Ertragsteuern	-36,4%	-46,2%	9,6%	54,7%	15,7%	112,6%	51,2%
Jahresüberschuss/-fehlbetrag	-31,5%	-13,0%	-28,0%	97,3%	17,2%	112,6%	51,2%
Profit & Loss (% of Revenues)							
Umsatzerlöse	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%
Sonstige betriebliche Erträge	3,5%	5,3%	8,1%	4,9%	5,4%	4,8%	4,1%
Materialaufwand	-7,8%	-9,6%	-11,2%	-1,5%	-1,5%	-1,5%	-1,5%
Rohergebnis	95,8%	95,7%	96,9%	103,4%	103,9%	103,3%	102,6%
Personalaufwand	-44,6%	-43,0%	-41,9%	-37,6%	-38,4%	-35,9%	-34,8%
Abschreibungen auf immaterielle VG und SA	-1,6%	-1,3%	-1,9%	-2,4%	-1,6%	-1,5%	-1,4%
Sonstige betriebliche Aufwendungen	-42,1%	-46,9%	-50,4%	-57,8%	-57,7%	-53,1%	-48,9%
Betriebsergebnis	7,5%	4,5%	2,7%	5,6%	6,2%	12,7%	17,6%
Erträge aus anderen Wertpapieren und Ausleihungen des Finanzanlagevermögens	0,7%	0,3%	1,5%	1,4%	1,0%	0,9%	0,8%
Zinserträge	1,1%	0,9%	0,3%	0,2%	0,6%	0,6%	0,6%
Zinsaufwendungen	-0,2%	-0,3%	-0,1%	0,0%	-0,2%	-0,2%	-0,2%
Ergebnis vor Steuern	9,1%	5,3%	4,5%	7,2%	7,5%	14,1%	18,8%
Ertragsteuern	-3,5%	-1,5%	-1,7%	-2,3%	-2,4%	-4,4%	-5,9%
Jahresüberschuss/-fehlbetrag	5,6%	3,8%	2,8%	4,9%	5,1%	9,6%	12,9%

Dr. Kalliwoda | Research © 2011

4.2 Bilanz

Bilanzen - hotel.de							
Zahlenangaben in Mio. Euro	Geschäftsjahr						
	2007	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E
Aktiva							
<i>Anlagevermögen</i>							
Immaterielle Vermögenswerte	1,6	1,3	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0
Sachanlagen	0,1	0,5	1,0	0,9	0,9	1,0	0,9
Finanzanlagen	3,7	2,5	11,1	11,8	12,9	13,2	13,1
Summe Anlagevermögen	5,4	4,3	13,1	13,7	14,8	15,2	15,0
<i>Umlaufvermögen</i>							
Vorräte	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Ford. und sonstige Vermögenswerte	8,5	8,4	7,0	6,4	4,4	3,9	4,0
Wertpapiere	0,0	0,7	0,0	0,3	0,0	0,0	0,0
Kassenbestand, Guthaben bei KI	16,2	17,9	10,7	11,5	14,2	18,0	21,6
Summe Umlaufvermögen	24,6	27,0	17,7	18,1	18,6	21,9	25,6
Bilanzsumme	30,0	31,4	30,8	31,9	33,4	37,1	40,6
Passiva							
<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	3,6	4,8	4,6	5,4	5,8	9,2	10,7
Summe Eigenkapital	23,0	24,3	24,1	24,8	25,2	28,6	30,2
<i>Rückstellungen</i>							
Steuerrückstellungen	0,2	0,0	0,3	0,7	0,8	0,8	0,9
Sonstige Rückstellungen	2,8	2,3	2,3	2,2	2,5	2,2	2,7
Summe Rückstellungen	3,0	2,3	2,6	2,9	3,3	3,0	3,6
<i>Verbindlichkeiten</i>							
Verbindlichkeiten ggü Kreditinstituten	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2
Verbindlichkeiten aus LuL	0,4	0,5	0,3	0,9	0,6	0,6	1,0
Verbindlichkeiten ggü verb. Unternehmen	0,1	0,2	0,2	0,2	0,2	0,5	0,9
Sonstige Verbindlichkeiten	2,6	3,3	3,1	2,5	3,1	3,6	3,9
Rechnungsabgrenzung	0,6	0,6	0,3	0,3	0,8	0,6	0,9
Summe Verbindlichkeiten	3,9	4,8	4,1	4,1	4,9	5,5	6,9
Bilanzsumme	30,0	31,4	30,8	31,9	33,4	37,1	40,6

Dr. Kalliwoda | Research © 2011

4.3 Kapitalflussrechnung

Kapitalflussrechnung - hotel.de							
Zahlenangaben in Mio. Euro	Geschäftsjahr						
	2007	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E
Jahresüberschuss	1,4	1,3	1,0	1,8	2,1	4,4	6,7
Abschreibungen auf Anlagevermögen	0,4	0,5	0,6	0,9	0,7	0,7	0,7
Zuschreibungen auf Anlagevermögen	0,0	0,0	-0,1	0,0	0,0	0,0	0,0
Zunahme/Abnahme der langfristigen Rückstellungen	-0,1	0,0	0,1	0,3	0,1	0,2	0,2
Sonstige zahlungsunwirksame Aufwendungen/Erträge	-0,2	0,0	-0,7	-0,3	-0,3	-0,7	-0,4
Gewinn/Verlust aus dem Abgang von Anlagevermögen	0,0	0,0	-0,2	-0,1	0,0	0,0	0,0
Zunahme/Abnahme der kurz- und mittelfr. Rückstellungen	1,4	-0,7	0,3	0,0	0,2	0,2	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	-2,6	0,1	0,8	-0,1	1,9	0,5	-0,1
Zunahme/Abnahme der Verbindlichkeiten aus LuL sowie sonstiger Passiva	0,3	1,0	0,8	1,0	0,2	0,5	0,7
Cashflow aus lfd. Geschäftstätigkeit	0,6	2,1	2,6	3,4	4,9	5,9	8,0
Auszahlungen für Investitionen in Sachanlagen	-0,1	-0,5	-0,8	-0,2	-0,5	-0,5	-0,4
Einzahlungen aus dem Abgang von Finanzanlagen	3,1	3,4	2,9	4,6	3,6	3,7	4,0
Auszahlungen für Investitionen in immaterielle Anlagen	-1,8	-0,3	-0,1	-0,6	-0,3	-0,4	-0,4
Auszahlungen für Investitionen in Finanzanlagen	-6,4	-2,2	-11,2	-5,2	-3,3	-2,8	-3,2
Zu-/Abfluss aus investiver Tätigkeit	-5,3	0,3	-9,3	-1,3	-0,5	0,1	0,0
Aus- und Einzahlungen aus Kapitalerhöhungen	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Dividendenausschüttung	0,0	0,0	-1,2	-1,0	-1,7	-2,0	-4,3
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	0,0	0,0	0,0	0,0
Zu-/Abfluss aus Finanzierungstätigkeit	0,0	0,0	-1,3	-1,0	-1,7	-2,0	-4,3
Zahlungswirksame Veränderungen (Gesamt)	-4,7	2,5	-7,9	1,0	2,7	3,9	3,7
Zahlungsmittel zum 1.1.	20,8	16,2	18,6	10,7	11,8	14,5	18,4
Veränderungen aus Konsolidierungskreisänd.	0,0	0	0	0,0	0	0	0
Konsol. Veränderungen/Sonstige Veränderungen	0,0	0	0	0,0	0	0	0
Zahlungsmittel zum 31.12.	16,2	18,6	10,7	11,8	14,5	18,4	22,1

Dr. Kalliwoda | Research © 2011

5 Bewertung

5.1 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 01.09.2011 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 08/2011)

(Mio. EUR)	<i>Phase 1</i>				
	2011e	2012e	2013e	2014e	2015e
Umsatz	40,87	46,19	52,19	58,98	66,64
Veränderungsrate	13%	13%	13%	13%	13%
EBIT	2,52	5,85	9,18	5,90	6,66
Veränderungsrate	24%	132%	57%	-36%	13%
Marge	6,2%	12,7%	17,6%	10,0%	10,0%
Beteiligungsergebnis	0,40	0,41	0,44	0,40	0,45
EBT ex. Zinsergebnis	2,92	6,26	9,62	6,30	7,11
operativer Steueraufwand	-0,96	-2,05	-3,09	-1,98	-2,24
Steuerquote (ex. Zinsergebnis)	32,9%	32,7%	32,2%	31,5%	31,5%
Abschreibungen imm. Verm. u. Sachanl.	0,65	0,71	0,75	0,60	0,30
Abschreibungsquote (%Umsatz)	1,6%	1,5%	1,4%	1,0%	0,5%
Veränderung langf. Rückstellungen	0,01	0,02	0,00	0,00	0,00
Anteil Umsatz	0,0%	0,0%	0,0%	-	-
CF-Geschäftsbedarf (Veränderung WC)	2,35	1,34	0,86	-0,15	-0,14
Working-Capital-Ratio (%Umsatz)	5,7%	2,9%	1,6%	-0,3%	-0,2%
Investitionen	-0,52	0,03	-0,01	-1,71	-2,00
Investitionsquote (%Umsatz)	-1,3%	0,1%	0,0%	-2,9%	-3,0%
Sonstige Anpassungen	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Free Cash-Flow	4,45	6,31	8,13	3,05	3,03

Dr. Kalliwoda | Research © 2011

5.2 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	3,8%
Risikoprämie Markt / Aktienmarktrendite	5,0%
Beta des Unternehmens (Näherung)	0,71
Eigenkapitalkostensatz	7,4%
Fremdkapitalkosten	
Fremdkapitalkostensatz (vor St.)	7,0%
Steuersatz auf Fremdkapitalzinsen	30,0%
Fremdkapitalkostensatz (nach St.)	4,9%
Wert des Eigenkapitals	52
Wert des Fremdkapitals	0
Gearing	0,4%
WACC	7,34%

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.

5.3 Fair Value – Sensitivitäten

Der von uns ermittelte faire Wert der Aktie beläuft sich auf EUR 17,18. Er ist damit um 23,2 Prozent höher als der aktuelle Kurs (EUR 13,95). 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				
$\beta = 0,71$		6,84%	7,09%	7,34%	7,59%	7,84%
Wachstum	2,0%	17,23	16,86	16,53	16,22	15,94
	2,5%	17,61	17,19	16,82	16,48	16,16
	3,0%	18,09	17,61	17,18	16,79	16,43
	3,5%	18,72	18,14	17,63	17,17	16,77
	4,0%	19,57	18,84	18,21	17,67	17,19

Sensitivitätsanalyse		Marktkapitalisierung				
(Mio.EUR)		Diskontierungszinssatz				
$\beta = 0,71$		6,84%	7,09%	7,34%	7,59%	7,84%
Wachstum	2,0%	64,60	63,23	61,98	60,83	59,77
	2,5%	66,03	64,48	63,07	61,79	60,61
	3,0%	67,84	66,03	64,41	62,95	61,63
	3,5%	70,19	68,01	66,09	64,40	62,88
	4,0%	73,37	70,64	68,29	66,25	64,45

5.4 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 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.

Multiples - Peer Group							
Peer Group	EV/EBITDA		EV/EBIT		KGV		EBIT-Marge
	2011E	2012E	2011E	2012E	2011E	2012E	2010E
Avis Budget Group Inc	15,2	14,6	17,7	16,2	6,5	6,6	9,6%
Ctrip.com International Ltd	18,0	14,7	19,5	15,2	32,6	25,6	35,4%
Expedia Inc	6,0	5,4	7,6	6,6	13,8	12,1	21,0%
Orbitz Worldwide Inc	4,1	3,9	8,9	6,8	50,8	16,5	6,2%
Priceline.com Inc	11,5	10,3	12,8	10,4	20,5	15,6	30,3%
Travelzoo Inc	8,5	n.a.	9,8	7,6	254,2	180,3	25,3%
Peer Benchmark	10,0	10,3	11,3	9,0	26,6	42,8	23,1%
HotelDe AG	11,2	5,4	14,1	6,1	19,9	9,4	5,6%
Discount (-)/Premium (+)	12,1	-47,0	24,8	-32,4	-25,0	-78,1	312,2
Bewertungsbandbreite:	9,45 EUR bis 21,03 EUR						

Dr. Kalliwoda | Research © 2011

6 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: Timo Vavrinec,
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
Emily Haines Email: eh@kalliwoda.com	M.Sc. in Neurobiology; University College London	Sectors: Biotech, Healthcare, Pharmaceutical
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:

Analysts of this research:
Dr .Norbert Kalliwoda, CEFA

DR. KALLIWODA | RESEARCH on Terminals of
Bloomberg
Thomson Reuters
vwd group
Factset



7 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.