

Update  
Kaufen

Target Price: 17,18 EUR

## hotel.de AG

## Q1: Vorrankommen in der Internationalisierung

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

**Kurs aktuell:** 13,90  
**Hoch Tief**  
**Kurs 52 W.:** 15,09 11,04  
**Marktkap. (Mio. EUR)** 52,1  
**Anzahl Aktien (in Mio.)** 3,75

## Hauptaktionäre

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

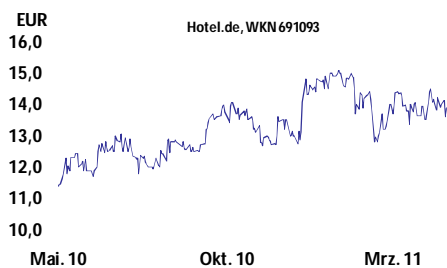
## Performance

**4 Wochen** 1,9%  
**13 Wochen** -6,3%  
**26 Wochen** 0,5%  
**52 Wochen** 25,2%  
**lfd. Jahr** 6,9%

## 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 ersten Quartal 2011 profitierte die hotel.de AG von der Fortsetzung der Reisebranchenerholung. Im abgelaufenen Quartal stieg das provisionsfähige Buchungsvolumen um 13,0 Prozent auf 91,04 Mio. Euro im Vergleich zum Vorjahresquartal. Das provisionsfähige Nettoabreisevolumen stieg um 7,0 Prozent auf 71,36 Mio. Euro. Der Umsatz erhöhte sich um 11,0 Prozent auf 8,29 Mio. Euro.
- Die Personalaufwandsquote erhöhte sich leicht von 46,9 Prozent auf 47,3 Prozent. Dabei wurden in den vergangenen Monaten gezielte Neueinstellungen im IT-Bereich vorgenommen. Das EBIT des saisonbedingt schwachen ersten Quartals verschlechterte sich von -0,79 Mio. Euro auf -1,67 Mio. Euro zum Vorjahresquartal.
- Das Q1 2011 Konzernergebnis lag bei -1,53 Mio. Euro, was einer Verschlechterung in Höhe von 0,93 Mio. Euro gegenüber dem Vorjahresquartal entspricht. Zum Teil lag das an zusätzlichen Investitionen in Höhe von 0,43 Mio. Euro für die Entwicklung mobiler Applikationen. Trotz dieser Entwicklung erwarten wir, dass für das Gesamtjahr eine EBIT-Verbesserung zum Vorjahr erreicht werden wird. Weiterhin wurden Investitionen in die Internationalisierung und in Marketingaktivitäten getätigt. Der operative Cashflow verringerte sich von 0,16 Mio. Euro auf -2,00 Mio. Euro. Die Zahlungsmittel reduzierten sich um 4,32 Mio. Euro auf 7,18 Mio. Euro. Darüber hinaus gewährleistet ein jederzeit veräußerbarer Wertpapierbestand in Höhe von 11,54 Mio. Euro einen soliden Bestand liquider Mittel.
- Mit der Freischaltung der 37 Sprachen in diesem Quartal und der Niederlassungseröffnung in Singapur wurde die Internationalisierung weiter voran getrieben. Im Gesamtjahr soll dieser Prozess beschleunigt werden und internationale Märkte erschlossen werden. Dies wird mittelfristig zusammen mit dem Ausbau des Suchmaschinenmarketing 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

<b>1</b>	<b>Aktuelle Entwicklung</b> .....	<b>3</b>
<b>2</b>	<b>Ausblick</b> .....	<b>4</b>
<b>3</b>	<b>Aktie</b> .....	<b>5</b>
<b>4</b>	<b>SWOT</b> .....	<b>6</b>
<b>5</b>	<b>Finanzteil</b> .....	<b>7</b>
5.1	Gewinn- und Verlustrechnung.....	7
5.2	Bilanz .....	8
5.3	Kapitalflussrechnung.....	9
<b>6</b>	<b>Bewertung</b> .....	<b>10</b>
6.1	DCF-Modell .....	10
6.2	WACC.....	11
6.3	Fair Value – Sensitivitäten .....	12
6.4	Peer Group Analyse .....	13
<b>7</b>	<b>Kontakt</b> .....	<b>14</b>
<b>8</b>	<b>Disclaimer</b> .....	<b>15</b>

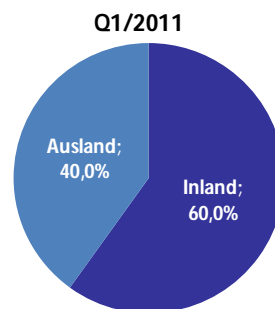
## 1 Aktuelle Entwicklung

Das wirtschaftliche Umfeld der Hotelbranche war im Abgelaufenen Quartal von leichten Zuwächsen geprägt. Der Umsatz legte in den ersten beiden Monaten des Jahres laut Statistischem Bundesamt im Vergleich zum Referenzzeitraum national um 4,3%, die Anzahl der Übernachtungen um 3% zu. Der Hotelverband Deutschland führt die generell positive Entwicklung der Branche zum Teil auf die Mehrwertsteuerreduzierung für Hotelübernachtungen zurück. 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.

Der Umsatz von hotel.de stieg in den letzten drei Monaten im Vergleich zum Vorjahresquartal um 11,0% auf 8,29 Mio. Euro. Dieser Anstieg resultiert aus einer weiterhin besseren Konjunkturlage und der damit einhergehenden besseren Stimmung in der Reisebranche. Investitionen in eine stärkere Internationalisierung belasten jedoch weiterhin das Ergebnis. Erste Schritte in der diesjährigen Internationalisierungsstrategie wurden im abgelaufenen Quartal mit der Freischaltung der 37 Sprachen und der Eröffnung einer Niederlassung in Singapur getätigt. Dadurch soll die Position auf den asiatischen Märkten gestärkt und Umsatzsprünge generiert werden. Diese sollen insbesondere durch verstärktes Suchmaschinenmarketing eine Beschleunigung erfahren.

Die Anzahl der provisionsfähigen Buchungen stieg im Q1 2011 gegenüber dem Vorjahresquartal um 9,7 Prozent auf 468.820. Das provisionsfähige Buchungsvolumen legte sogar um 13,0 Prozent auf 91,04 Mio. Euro und das provisionsfähige Nettoabreisevolumen im Vergleich zum Vorjahresquartal um 7,0 Prozent auf 71,36 Mio. Euro zu.

### Umsatzanteile nach Regionen

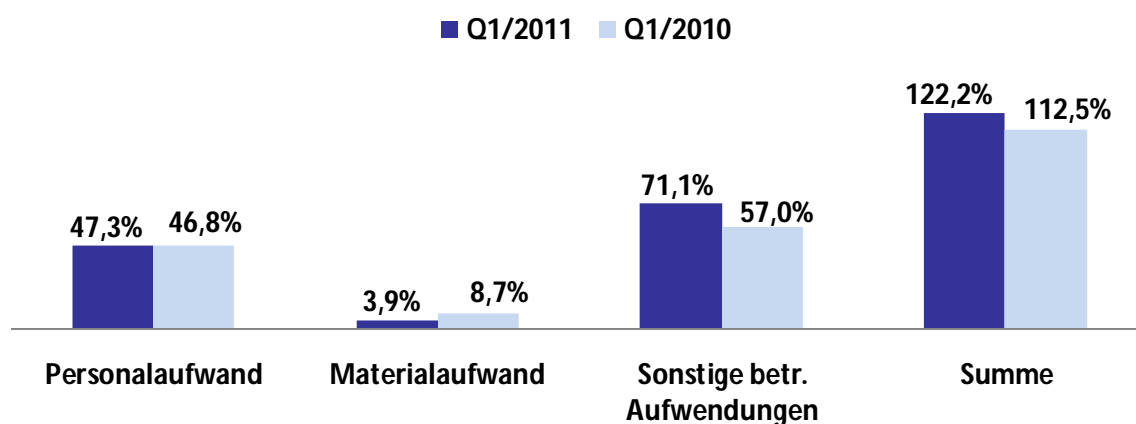


Quelle: Unternehmen

### Kosten steigen moderat

Absolut und in Relation zum Gesamtertrag stiegen die Kosten an. Die Personalaufwandsquote stieg gemessen in Relation zur Gesamtleistung von 46,8 Prozent auf 47,3 Prozent. Insbesondere in der IT-Abteilung wurden Neueinstellungen getätigt. Der Materialaufwand sank von 8,7 Prozent auf 3,9 Prozent. Dieser Rückgang ist auf die Umstellung des Vergütungsmodells in einigen Vertriebsverträgen zurück zu führen, weshalb diese Kosten fortan unter den sonstigen betrieblichen Aufwendungen ausgewiesen werden müssen. Diese stiegen jedoch auch unter Berücksichtigung dieser Änderung an. Die sonstigen betrieblichen Aufwendungen stiegen von 57,0 Prozent auf 71,1 Prozent der Gesamtleistung an, was unter Anderem auf höhere Marketingaufwendungen zurückzuführen ist.

#### Kosten in % der Gesamtleistung



Quelle: Unternehmen

## 2 Ausblick

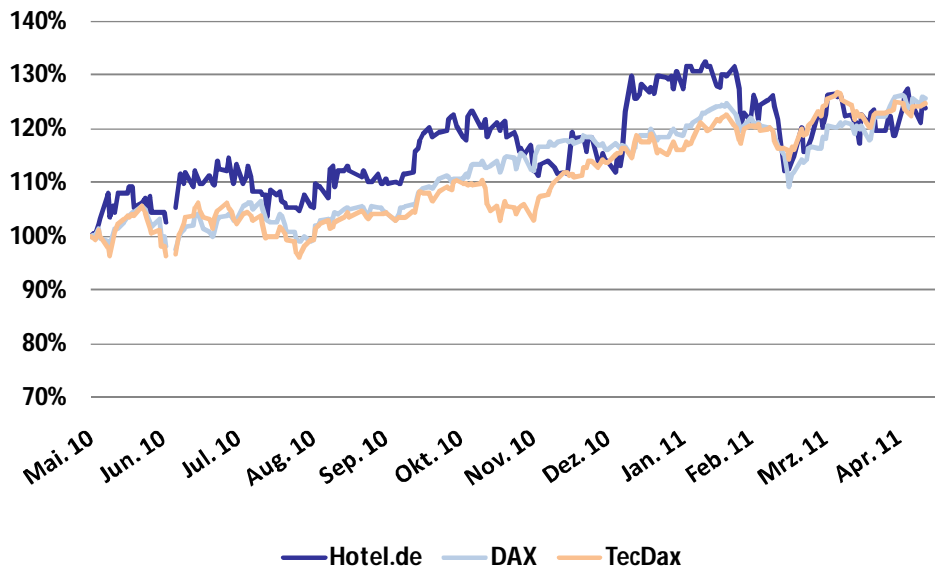
Von dem Hotelverband Deutschland wird ein moderates Wachstum der Übernachtungszahlen in Höhe von 2 Prozent für das Gesamtjahr 2011 prognostiziert. Dies wird insbesondere durch eine Belegung der Geschäftsreisen resultieren.

Es wird erwartet, dass die Marketinginvestitionen im Laufe des Jahres ihre Wirkung zeigen und zu einem Umsatzanstieg führen. Das wird dazu führen, dass der Ausblick des Unternehmens für das Gesamtjahr – Umsatzanstieg im niedrigen zweistelligen Prozentbereich gegenüber dem Vorjahr – erreicht werden wird. Durch interne Prozessverbesserungen in der Hotelanwendung, dem Ausbau der IT-Plattform und steigende Vermittlungsprovisionen wird der Gewinn steigen. Eine Verbesserung des EBITs auf 2,5 Mio. Euro in 2011 halten wir für realistisch.

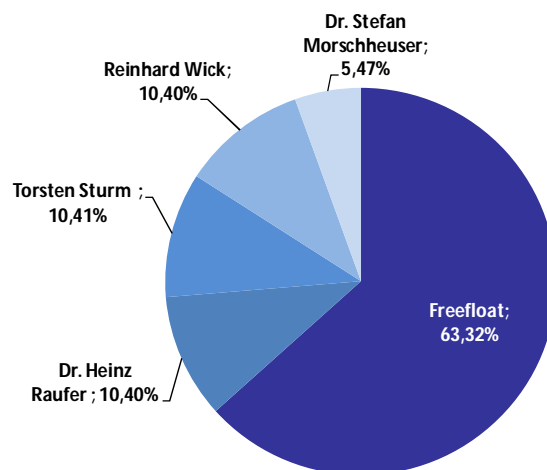
### 3 Aktie

Die letzten zwölf Monate verliefen für die hotel.de Aktie gut. Der Aufwärtstrend war von leichten Schwankungen geprägt, insgesamt verzeichnete die 52-Wochen-Performance ein Wachstum von 25,2 Prozent. Über das letzte Jahr gesehen stieg die hotel.de Aktie überwiegend schneller, als der Dax und der TecDax. In den letzten Wochen glich sich die Performance jedoch an.

#### Aktienkursentwicklung 2010



#### Aktionärsstruktur



Quelle: Thomson Reuters

### 3.1 SWOT

Stärken	Schwächen
<ul style="list-style-type: none"> <li>- Viele Firmenkunden, die hohe Provisionserlöse garantieren</li> <li>- Hohe Liquidität und Eigenkapitalquote geben Sicherheit</li> <li>- Hoher Bekanntheitsgrad der Marken hotel.de/hotel.info</li> <li>- Alle unterschiedlichen Buchungssysteme sind auf der Plattform integriert</li> <li>- hotel.de bietet den Hotels einen kostengünstigen und reichweitenstarken Vertriebskanal</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>- Fokus auf Hotels, wodurch bestimmte Zielgruppen wegfallen (Kunden, die Pauschalreisen nachfragen)</li> <li>- Mit HRS gibt es einen starken Wettbewerber in Deutschland und zunehmend auch in Europa</li> <li>- Generell starker Wettbewerb im Online Reisemarkt</li> </ul>
Chancen	Risiken
<ul style="list-style-type: none"> <li>- Bei Geschäftsreisen Trend zu kostengünstigen Buchungsformen wie Online-Buchungen</li> <li>- Hohes Wachstum im Ausland möglich</li> <li>- Provisionserhöhungen sorgen für Erlössteigerungen</li> <li>- Liquidität für Expansion (z.B. Akquisitionen) ist vorhanden</li> <li>- hotel.de hat stetig in die Auslandsexpansion investiert</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>- Hotels versuchen, Buchungskunden im Internet auf die hoteleigene Website zu bringen</li> <li>- Große Buchungskunden können Firmenraten direkt mit Hotels verhandeln</li> <li>- Provisionen kommen wegen steigender Wettbewerbsintensität unter Druck</li> </ul>

## 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
<b>Rohergebnis</b>	<b>24,8</b>	<b>31,3</b>	<b>31,4</b>	<b>37,4</b>	<b>42,5</b>	<b>47,7</b>	<b>53,6</b>
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
<b>Betriebsergebnis</b>	<b>1,9</b>	<b>1,5</b>	<b>0,9</b>	<b>2,0</b>	<b>2,5</b>	<b>5,9</b>	<b>9,2</b>
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
<b>Ergebnis vor Steuern</b>	<b>2,4</b>	<b>1,7</b>	<b>1,4</b>	<b>2,6</b>	<b>3,1</b>	<b>6,5</b>	<b>9,8</b>
Ertragsteuern	-0,9	-0,5	-0,5	-0,8	-1,0	-2,0	-3,1
<b>Jahresüberschuss/-fehlbetrag</b>	<b>1,4</b>	<b>1,3</b>	<b>0,9</b>	<b>1,8</b>	<b>2,1</b>	<b>4,4</b>	<b>6,7</b>
<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
<b>Profit &amp; Loss (Year on Year)</b>							
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%
<b>Rohergebnis</b>	<b>34,9%</b>	<b>26,3%</b>	<b>0,2%</b>	<b>19,2%</b>	<b>13,6%</b>	<b>12,3%</b>	<b>12,3%</b>
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%
<b>Betriebsergebnis</b>	<b>-42,6%</b>	<b>-25,0%</b>	<b>-39,0%</b>	<b>128,5%</b>	<b>24,4%</b>	<b>131,9%</b>	<b>56,8%</b>
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%
<b>Ergebnis vor Steuern</b>	<b>-33,5%</b>	<b>-25,8%</b>	<b>-17,4%</b>	<b>81,5%</b>	<b>16,8%</b>	<b>112,6%</b>	<b>51,2%</b>
Ertragsteuern	-36,4%	-46,2%	9,6%	54,7%	15,7%	112,6%	51,2%
<b>Jahresüberschuss/-fehlbetrag</b>	<b>-31,5%</b>	<b>-13,0%</b>	<b>-28,0%</b>	<b>97,3%</b>	<b>17,2%</b>	<b>112,6%</b>	<b>51,2%</b>
<b>Profit &amp; Loss (% of Revenues)</b>							
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%
<b>Rohergebnis</b>	<b>95,8%</b>	<b>95,7%</b>	<b>96,9%</b>	<b>103,4%</b>	<b>103,9%</b>	<b>103,3%</b>	<b>102,6%</b>
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%
<b>Betriebsergebnis</b>	<b>7,5%</b>	<b>4,5%</b>	<b>2,7%</b>	<b>5,6%</b>	<b>6,2%</b>	<b>12,7%</b>	<b>17,6%</b>
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%
<b>Ergebnis vor Steuern</b>	<b>9,1%</b>	<b>5,3%</b>	<b>4,5%</b>	<b>7,2%</b>	<b>7,5%</b>	<b>14,1%</b>	<b>18,8%</b>
Ertragsteuern	-3,5%	-1,5%	-1,7%	-2,3%	-2,4%	-4,4%	-5,9%
<b>Jahresüberschuss/-fehlbetrag</b>	<b>5,6%</b>	<b>3,8%</b>	<b>2,8%</b>	<b>4,9%</b>	<b>5,1%</b>	<b>9,6%</b>	<b>12,9%</b>

Dr. Kalliwoda | Research © 2011

## 4.2 Bilanz

Bilanzen - hotel.de							
Zahlenangaben in Mio. Euro	Geschäftsjahr						
	2007	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E
<b>Aktiva</b>							
<u>Anlagevermögen</u>							
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
<b>Summe Anlagevermögen</b>	<b>5,4</b>	<b>4,3</b>	<b>13,1</b>	<b>13,7</b>	<b>14,8</b>	<b>15,2</b>	<b>15,0</b>
<u>Umlaufvermögen</u>							
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
<b>Summe Umlaufvermögen</b>	<b>24,6</b>	<b>27,0</b>	<b>17,7</b>	<b>18,1</b>	<b>18,6</b>	<b>21,9</b>	<b>25,6</b>
<b>Bilanzsumme</b>	<b>30,0</b>	<b>31,4</b>	<b>30,8</b>	<b>31,9</b>	<b>33,4</b>	<b>37,1</b>	<b>40,6</b>
<u>Eigenkapital</u>							
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
<b>Summe Eigenkapital</b>	<b>23,0</b>	<b>24,3</b>	<b>24,1</b>	<b>24,8</b>	<b>25,2</b>	<b>28,6</b>	<b>30,2</b>
<u>Rückstellungen</u>							
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
<b>Summe Rückstellungen</b>	<b>3,0</b>	<b>2,3</b>	<b>2,6</b>	<b>2,9</b>	<b>3,3</b>	<b>3,0</b>	<b>3,6</b>
<u>Verbindlichkeiten</u>							
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
<b>Summe Verbindlichkeiten</b>	<b>3,9</b>	<b>4,8</b>	<b>4,1</b>	<b>4,1</b>	<b>4,9</b>	<b>5,5</b>	<b>6,9</b>
<b>Bilanzsumme</b>	<b>30,0</b>	<b>31,4</b>	<b>30,8</b>	<b>31,9</b>	<b>33,4</b>	<b>37,1</b>	<b>40,6</b>

Dr. Kalliwoda | Research © 2011

### 4.3 Kapitalflussrechnung

Kapitalflussrechnung - hotel.de							
Zahlenangaben in Mio. Euro	Geschäftsjahr						
	2007	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E
<b>Cashflow aus lfd. Geschäftstätigkeit</b>							
Jahresüberschuss	1,4	1,3	0,9	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	0,0	0,0	0,0	0,0
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	0,3	0,2	0,3	0,3
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
<b>Cashflow aus lfd. Geschäftstätigkeit</b>	<b>0,6</b>	<b>2,1</b>	<b>2,5</b>	<b>3,4</b>	<b>4,8</b>	<b>5,8</b>	<b>7,9</b>
<b>Zu-/Abfluss aus investiver Tätigkeit</b>							
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
<b>Zu-/Abfluss aus investiver Tätigkeit</b>	<b>-5,3</b>	<b>0,3</b>	<b>-9,3</b>	<b>-1,3</b>	<b>-0,5</b>	<b>0,0</b>	<b>0,0</b>
<b>Zu-/Abfluss aus Finanzierungstätigkeit</b>							
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
<b>Zu-/Abfluss aus Finanzierungstätigkeit</b>	<b>0,0</b>	<b>0,0</b>	<b>-1,3</b>	<b>-1,0</b>	<b>-1,7</b>	<b>-2,0</b>	<b>-4,3</b>
<b>Zahlungswirksame Veränderungen (Gesamt)</b>	<b>-4,7</b>	<b>2,5</b>	<b>-8,1</b>	<b>1,0</b>	<b>2,6</b>	<b>3,9</b>	<b>3,6</b>
Zahlungsmittel zum 1.1.	20,8	16,2	18,6	10,6	11,6	14,2	18,0
Veränderungen aus Konsolidierungskreisänd.	0,0	0	0	0	0	0	0
Konsol. Veränderungen/Sonstige Veränderungen	0,0	0	0	0	0	0	0
<b>Zahlungsmittel zum 31.12.</b>	<b>16,2</b>	<b>18,6</b>	<b>10,6</b>	<b>11,6</b>	<b>14,2</b>	<b>18,0</b>	<b>21,6</b>

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 01.05.2011 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 04/2011)

(Mio. EUR)	<i>Phase 1</i>				
	2011e	2012e	2013e	2014e	2015e
<b>Umsatz</b>	<b>40,87</b>	<b>46,19</b>	<b>52,19</b>	<b>58,98</b>	<b>66,64</b>
Veränderungsrate	13%	13%	13%	13%	13%
<b>EBIT</b>	<b>2,52</b>	<b>5,85</b>	<b>9,18</b>	<b>5,90</b>	<b>6,66</b>
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
<b>EBT ex. Zinsergebnis</b>	<b>2,92</b>	<b>6,26</b>	<b>9,62</b>	<b>6,30</b>	<b>7,11</b>
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.	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)	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
<b>Free Cash-Flow</b>	<b>4,45</b>	<b>6,31</b>	<b>8,13</b>	<b>3,05</b>	<b>3,03</b>

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	
<b>Wachstumsprämien</b>	
Langfristiges Wachstum/ Inflationsrate	3,0%
Angleichungsphase (ab 2016)	5 Jahre
Anfangswachstum des Umsatzes	1,0%
Margenentwicklung (p.a.)	+1 BP
<b>Eigenkapitalkosten</b>	
Langfristiger risikoloser Zinssatz	3,8%
Risikoprämie Markt / Aktienmarktrendite	5,0%
Beta des Unternehmens (Näherung)	0,71
<b>Eigenkapitalkostensatz</b>	<b>7,4%</b>
<b>Fremdkapitalkosten</b>	
Fremdkapitalkostensatz (vor St.)	7,0%
Steuersatz auf Fremdkapitalzinsen	30,0%
<b>Fremdkapitalkostensatz (nach St.)</b>	<b>4,9%</b>
Wert des Eigenkapitals	52
Wert des Fremdkapitals	0
Gearing	0,4%
<b>WACC</b>	<b>7,34%</b>

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 23,6 Prozent höher als der aktuelle Kurs (EUR 13,90). 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	<b>17,18</b>	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	<b>64,41</b>	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	14,5	13,4	18,1	16,5	11,9	10,1	7,4%
Ctrip.com International Ltd	20,9	18,0	23,0	17,8	35,2	27,7	35,8%
Expedia Inc	6,6	6,0	8,2	7,3	14,6	12,9	21,3%
Orbitz Worldwide Inc	4,4	4,0	9,6	6,3	neg.	22,6	6,0%
Priceline.com Inc	14,5	12,0	15,3	12,6	25,8	20,0	29,4%
Travelzoo Inc	16,1	n.a.	18,2	17,0	44,9	32,0	25,5%
Peer Benchmark	14,5	12,0	16,7	14,5	25,8	20,9	23,4%
HotelDe AG	13,4	6,5	16,9	7,3	24,9	11,7	5,6%
Discount (-)/Premium (+)	-7,1	-45,9	1,3	-49,8	-3,4	-43,9	317,5
<b>Bewertungsbandbreite:</b>	<b>11,16 EUR bis 20,89 EUR</b>						

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

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

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

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

### 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.