

Investment case

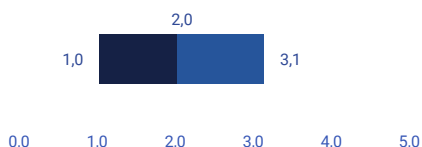
OM NUSTAY A/S

Nustay är ett danskt online-baserat hotell-bokningsföretag, eller en OTA (Online Travel Agent) som grundades 2014. I grunden ligger en avancerad digital plattform baserad på analys av Big data. Plattformen skiljer sig från konkurrenter genom att vara en hybridform som erbjuder både B2B- och B2C-priser. B2B-priserna ligger 10 till 40 procent under B2C-priserna som den stora konkurrensen erbjuder. Attraktiv pris-sättning är således bolagets konkurrensfördel jämte tekniken. Nustays plattform är ytterst skalbar. Bolaget är närvarande på 26 marknader, av vilka Nordamerika är den viktigaste. Bolaget har uppvisat en ytterst stark tillväxt fram till Covid19-krisen. Under 2019 hade Nustay totala rörelseintäkter om 10,0 miljoner DKK, upp från 1,3 miljoner DKK år 2018.

STYRKOR, MÖJLIGHETER OCH RISKER

- Hybridplattform som erbjuder både B2B och B2C priser vilket medför att bolaget kan locka kunder genom att visa lägre priser än de stora aktörerna som Bookings.com.
- Plattform är skalbar med begränsade fasta kostnader.
- Största rörliga kostnader består av marknadsföring. Positiv ROI i augusti på köpt marknadsföring betyder att verksamheten kan skalas upp om kapitalet för att köpa marknadsföring finns.
- Bolaget avser att inom kort lansera nya varumärken vilket kan leda till utökad tillväxt.
- Covid19-restriktionerna ser ut vara på väg att lättas i världen under resten av 2020. En förlängning eller återförande skulle dock vara mycket skadligt för bolaget.
- Konkurrenterna är globala jättar som har möjlighet att kopiera Nustays verksamhet men väljer att inte göra det för att inte sänka priserna på hotellrum.

VÄRDERINGSINTERVALL (DKK/AKTIE)



Vi bedömer att 2,0 DKK per aktie är ett motiveerat värde i ett basscenario för de kommande 6-12 månaderna.

CARLSQUARE EQUITY RESEARCH

Markus Augustsson
Head of Equity Research

Richard Ramanius
Associate Equity Analyst

En ny skalbar internationell bokningsplattform

Nustay A/S (Nustay eller bolaget) har utvecklat en plattform för online-baserat hotellbokning som kan ta upp kampen mot de stora jättarna som Bookings.com. Lägre priser är en konkurrensfördel som kan skapa tillväxt samtidigt som bolagets riktiga värde ligger i dess teknik som möjliggör för att tillhandahålla de låga priserna. Givet förbättrade marknadsförutsättningar tror vi att Nustay snabbt kan återuppta det starka momentum som bolaget hade innan Covid-19. Vi beräknar ett motiverat värde per aktie till 2,0 DKK i ett basscenario för de kommande 6-12 månaderna.

Teknik skapar tillväxt och konkurrensfördelar

Nustay grundades 2014 och är ett danskt online-baserat hotellbokningsföretag, eller en så kallad Online Travel Agent (OTA). Välkända konkurrenter innefattar bland annat jätten Booking Holdings Inc som bland annat driver varumärket Booking.com och Expedia Group Inc som bland annat driver varumärket Hotels.com.

Bolaget skiljer sig från konkurrensen då bolagets plattform är en hybrid i den mening att både B2B- och B2C-priser visas för användare. Det till skillnad från exempelvis Bookings.com och Hotels.com som bara visar B2C-priser. Genom att Nustay har tillgång till B2B-rum kan användare köpa hotellrum till en kostnad som typiskt sett är 10-40 procent lägre, då satt i relation till Bookings.com eller Hotels.com. Med tillgång till B2B-rum kan Nustay också tillhandahålla ett större utbud (1,5 miljoner hotellrum mot Booking.coms cirka 660 000). En andra konkurrensfördelen med Nustay är att plattformen har bättre möjlighet att anpassa visningar efter kundens förmodade intressen. Detta åstadkoms dels genom ett stort antal sökparametrar, så som lämplighet för småbarn, för familjer, för husdjur, nära shopping, kvalitet på rum, kvalitet på Wi-fi, typ av mat på hotellrestaurangen etcetera, och dels genom analys av tidigare sökningar och sociala medier (om kunden godkänner detta).

Förutsättningen för att Nustay skall kunna tillhandahålla B2B-priser är att avtal är på plats med leverantörer (sängbanker) av hotellrum. Nustay har avtal med majoriteten av världens sängbanker och har integrerat deras API:er med plattformen. Den stora utmaningen, som konkurrensen inte i dag klarar av att hantera, är avsaknaden av egenkapen att hämta priserna i realtid från sängbankerna. Snabba och korrekta prisuppdateringar mot kund är samtidigt avgörande för att vara konkurrenskraftig. Nustay har löst problemet med den låga prisuppdateringsfrekvensen från sängbankerna genom att skapa algoritmer baserade på Big Data som förutsäga priser.

Momentum kan återupptas och uppsida i värderingen

Vi ser utsikterna för marknadsförutsättningarna att återhämta sig under de kommande kvartalen. Detta tror också investerare som handlat upp sektorkollegor till samma nivåer som innan Covid-19. Givet en återhämtning i resandet tror vi att Nustay snabbt kan återuppta det starka momentum som bolaget hade innan Covid-19. Det när marknadsföringen har intensifierats sedan augusti med en positiv ROI. Under den prognostiserade perioden 2020-2024 modellerar vi med en genomsnittlig tillväxttakt per år om starka 66,8 procent. Vi tror att bolaget kan nå en EBITDA-marginal om 20,5 procent år 2024. Det är något under de stora jättarna men beror på att dessa med sin storlek kan förhandla till sig en högre kommission räknat i procent.

I ett basscenario beräknar vi ett motivet värde per aktie om 2,0 DKK för de kommande 6-12 månaderna. Givet den osäkerhet som Corona-krisen fört med sig är värderingsintervallet brett och sträcker sig mellan 1,0 DKK per aktie och 3,1 DKK per aktie.

Finansiella nyckeltal, MDKK

	2019	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P
Nettoomsättning	10,0	6,1	17,9	42,3	83,1	129,6
Just. EBITDA	-35,2	-25,7	-20,3	-10,2	9,8	26,5
Just. EBIT	-37,2	-28,9	-23,8	-14,7	4,6	20,7
Vinst per aktie	-1,73	-0,76	-0,36	-0,21	0,06	0,27
Utdelning per aktie	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Tillväxt, nettoomsättning	648%	-40%	195%	137%	96%	56%
Tillväxt, just. EBIT	-108%	22%	18%	38%	131%	-352%
Tillväxt, vinst per aktie	94%	56%	53%	40%	126%	-391%
Just. EBITDA-marginal	-351%	-423%	-114%	-24%	12%	20%
Just. EBIT-marginal	-371%	-476%	-133%	-35%	6%	16%
EV/Sales	2,1x	3,4x	1,2x	0,5x	0,2x	0,2x
EV/Just. EBITDA	n.m.	n.m.	n.m.	n.m.	2,1x	0,8x
P/E	n.m.	n.m.	n.m.	n.m.	21,0x	4,3x

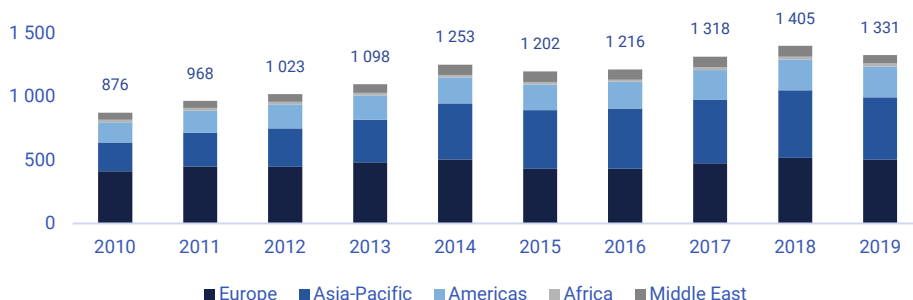
Källa: Bolagsinformation och Carlsquare prognoser

Investment Case

Bolaget har uppenbarligen en konkurrensfördel givet den lägre prisbilden som kan visas på bolagets plattform. Tidigare konflikt med Expedia Group och Booking Holdings påvisar att de stora jättarna darrar. Samtidigt konsoliderar marknaden för OTA:er och Nustay finns därmed med hög sannolikhet på de stora jättarnas radar.

År 2017 spenderades cirka 560 miljarder USD på hotellrum, varav 43 procent bokades på Internet (Consumer Expenditure on Hotels and Catering: Euromonitor International). Denna marknad, som består av OTA:er, befinner sig sedan flera år tillbaka i en tillväxtfas. Detta är också huvudmarknaden för Nustay. Även andra tjänster som flygbiljetter och hyrbilar bokas i allt större utsträckning via Internet.

Omsättning på turism, internationella resor (miljarder USD)



Källa: UNWTO

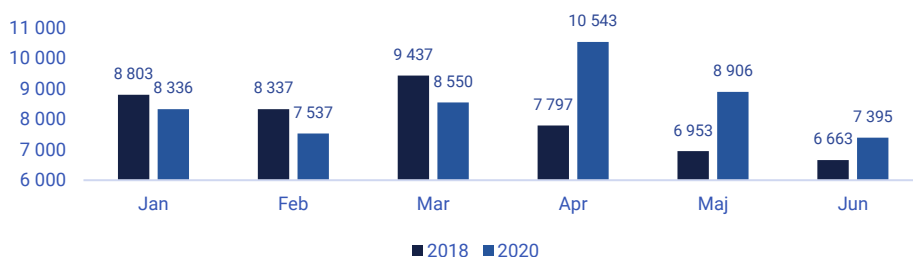
Positivt är också att bolaget har meddelat att de för första gången har uppnått en positiv ROI (return on investment) i augusti 2020, det vill säga bolaget tjänar mer pengar än vad annonserna kostar. Den viktigaste annonseringskanalen är Google (Google Ads samt Google Hotel Ads). Bolaget bör kunna skala upp sin verksamhet genom att köpa annonser som leder till bokningar och stegvis återanställa personal när verksamheten återgår till tidigare volymer.

Sammantaget finns goda möjligheter för bolaget att snabbt växa till god lönsamhet med en EBITDA-marginal upp mot 25 procent. En förutsättning för att detta skall lyckas är givetvis att resandet återupptas.

Värdelen öppnas upp med eller utan vaccin

Nustays framtid beror på kort och lång sikt hur Covid19-viruset sprider sig samt hur olika länder väljer att svara på det. Internationella organ, i synnerhet i Europa, har sett krisen som en möjlighet att ställa om samhällen till en mer grön ekonomi, vilket kan förväntas minska internationellt resande. Den europeiska kommissionen kom exempelvis överens om en tioårsplan under benämningen "European Green Deal" som ska leda till en 50-procentig minskning av koldioxid fram till 2030. Vi tror att det kommer bli svårt att uppnå dessa mål, och även om resandet skulle minska i Europa så kommer det att öka i Asien och övriga världsdelar. Även om resandet över landsgränser minskar kommer efterfrågan på hotell kvarstå då den inhemska turismen rimligtvis ökar.

Totalt antal döda i Sverige, första halvåret 2020 jämfört med 2018



Källa: SCB; vi jämför inte med 2019 då det var ett rekordår med ovanligt få döda.

Smittspridningen av Covid19 ser olika ut i olika länder och världsdelar. Baserat på statistiken tycks en topp ha nåtts och passerats i många länder varför det vore rationellt att förvänta sig att karantänåtgärder gradvis kommer att minska. När dödstalen normaliseras är det rimligt att förvänta sig att åtgärderna helt avskaffas. Exempelvis i Sverige tycks en topp ha nåtts i april och dödstalen ha normaliserats sedan dess. Se graf ovan.

När detta inträffar över hela världen är svårt att bedöma. Rimligtvis bör det dock ske senast nästa år 2021, möjligen med vissa undantag. Pandox förutspår att lokalt resande kommer att öka kraftigt under hösten och vintern och förutspår en belägningsgrad på 25-55 procent på hotell i Europa, upp från 5-25 procent under nedstängningsfasen i april till maj. Under första kvartalet 2021 bör 30-60 procent kunna uppnås samtidigt som internationellt resande kommer igång igen. I Kina har vissa regioner en belägningsgrad på 50 procent redan nu, vilket är en normal siffra.

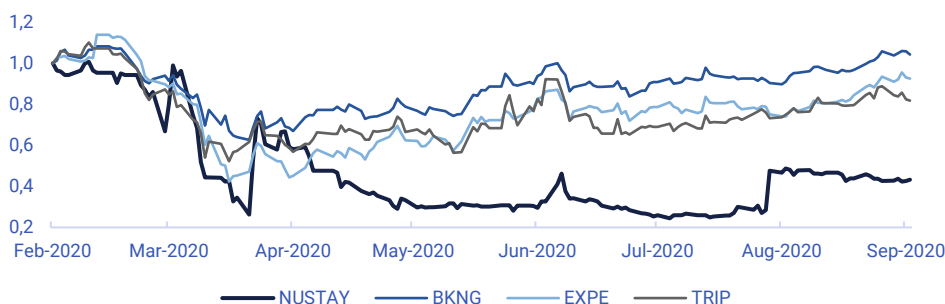
Nedstängningen av större delen av världens resande har gissningsvis lett till ett uppdämt resandebehov. Både privata och kommersiella resor har tvingats skjutas upp. Möjligen skulle man kunna tala om en reseskuld i analogi med en vårdskuld, i meningen att det finns ett stort antal resor som väntar på att genomföras.

Även om resebranschen och Booking Holdings VD väntar på ett vaccin för marknaden att återgå till sitt normalläge ställer vi oss tveksamma till att vacciner kan lösa problemet. Det vaccin som har kommit längst, AstraZenecas AZD1222, har nyligen inlett en registreringsgrundande fas III-studie som skall inkludera 30 000 patienter, varav en tredjedel erhåller placebo. Studien beräknas slutföras i oktober 2022. Analys av data samt granskande av lokala läkemedelsmyndigheter bör ta ytterligare minst ett halvår. AZD1222 kommer därför att vara tillgängligt först 2023 vid lyckades resultat. Vi bedömer det som osannolikt att världens länder kommer att vänta med att tillåta resande ända fram till dess. KI har nyligen kommit med en studie som visar att skörhet är en bättre datapunkt än ålder rörande risker relaterade till Covid-19. Vi tror att världen kommer öppnas upp mer och mer, med eller utan vaccin.

Sektorkollegor har återhämtat sig men inte Nustay

Nedan visas aktieutveckling för Nustay jämte aktieutvecklingen för välkända Booking Holdings Inc, Expedia Group Inc och TripAdvisor Inc under perioden 1 februari 2020 till 4 september 2020. Som framgår har bolagets sektorkollegor återhämtat sig från kraschen, vilket kan tolkas som om att investerare diskonterar in en återhämtning. Dock har Nustay inte lyckats återhämta sig, likt sina sektorkollegor, vilket kan förefalla underligt.

Aktieutveckling (Index = 1, 2020-02-01)



Källa: Thomson Reuters Eikon

Starkt momentum men sedan kom Covid-19

Bolaget hade fått upp ett mycket starkt momentum innan Covid-19 slog ned som en bomb. Det starka momentet påvisas av att bolaget under januari och februari 2020 hade bokningar med ett värde om 46 miljoner DKK, det var högre än föregående sex månaderna tillsammans.

Kunderna som förskottsbetalar sin hotellrum som bokas via bolagets plattformar betalar till bolaget. Det totala transaktionsvärdet (summan av värdet på alla bokningar som förskottsbetalas), som redovisas i kvartalsrapporterna som "handled revenue" utanför

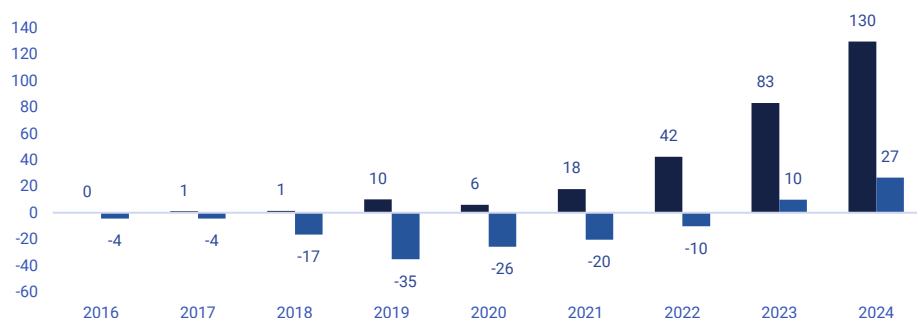
resultaträkningen, är således faktiskt är pengar som kommer in på bolagets konto. Dessa förskottsbetalningar behövs först betalas till sängbankerna i genomsnitt 45 dagar efter kunden checkat ut från hotellet. Detta är klart positivt för kassaflödet och underlättar exempelvis finansiering av marknadsföring.

Motiverat värde om 2,0 DKK per aktie i ett basscenario

Vi tror att det starka momentum som abrupt avslutades i med Covid-19 snabbt kan återupptas då marknadsförutsättningarna återgått till en mer normaliserad nivå. Vidare har bolaget föravsett att inom kort lansera ytterligare två varumärken utöver Nustay.com, vilket vi tror kan driva tillväxten ytterligare. Vi räknar med ett tapp i intäkterna under 2020 men med att tillväxt kommer tillbaka under 2021. För den prognostiserade perioden, 2020-2024 har vi antagit en genomsnittlig tillväxttakt per år om 66,8 procent.

Marknadsföringen har återupptagits med en positiv ROI under augusti 2020. I vår modell stiger lönsamheten succesivt och vi räknar med en EBITDA-marginal 2024 om 20,5 procent. Bolaget kommer inte upp i samma marginaler (25-30 procent) som sina större sektorkollegor då dessa är betydligt större och därmed kan få bättre priser från sina leverantörer.

Historiska och prognostiserad nettoomsättning och EBITDA-resultat (MDKK)



Källa: Bolagsinformation och Carlsquare prognoser

I en ansats att värdera Nustay givet rådande situation har vi nuvärdesberäknat framtida förväntade kassaflöden under den prognostiserade perioden, 2020-2024, med en diskonteringsränta om 18,5 procent. För att bestämma ett evighetsvärde har vi applicerat en exitmultipel på förväntat EBITDA-resultat 2024 och nuvärdesberäknat detta med en diskonteringsränta om höga 21 procent.

Rörelsevärdet beräknas till 134,0 miljoner kronor. Till detta har vi adderat en nettokassa om 17,8 miljoner kronor – då efter antagandet att 100 procent av utestående teckningsoptioner tecknas. Genom att addera antagen nettokassa till rörelsevärdet beräknas ett motiverat aktievärde för bolaget till 151,8 miljoner kronor.

Vidare har vi antagit att bolaget kommer behöva ytterligare finansiering även efter antagen inlösen av utestående teckningsoptioner. Det ökar antalet utestående aktier till 74,8 miljoner stycken. Genom att dividera aktievärdet med antaget antal utestående aktier efter utspädning från finansiering beräknas ett motiverat värde per aktie om 2,0 DKK. Det motsvarar en uppsida om hela cirka 82 procent relativt senast betalda kurs (1,1 DKK) och cirka 62 procent relativt teckningskursen (1,25 DKK) på utestående teckningsoptioner.

Vår värdering motsvarar en EV/Sales-multipel på 2020 års prognostiserade nettoomsättning om 22,1x och 7,5x 2021. EV/Totalt transaktionsvärde (EV/Handled revenue) 2020 är 1,9x och 0,8x 2021.

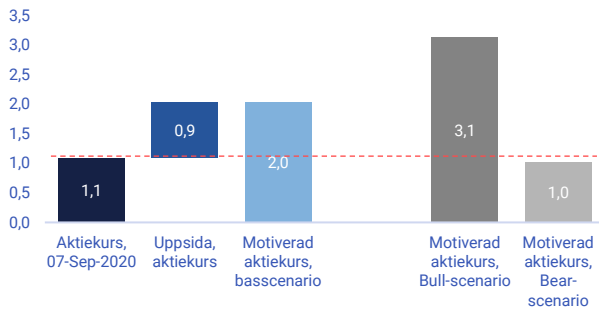
Ett intervall

För att landa i en övre gräns i ett intervall har vi antagit en EBITDA-marginal 2024 på 27,5 procent, vilket är mer i linje med de stora konkurrenterna, och en exitmultipel om 17,8x. Med dessa antaganden beräknas ett motiverat värde om 3,1 DKK per aktie.

För att landa i en nedre gräns i ett intervall har vi antagit en EBITDA-marginal 2024 på 13,5 procent och en exit-multiplikation om 15,8x. Med dessa antaganden beräknas ett motiverat värde om 1,0 DKK per aktie.

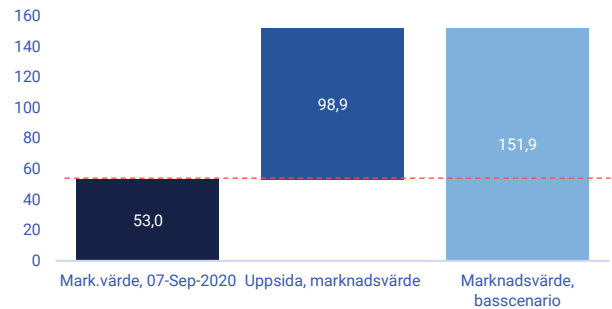
Grafer nedan illustrerar vår värdering i de tre scenarierna.

Visualisering motiverat värde per aktie, basscenario (kr)



Källa: Carlsquare

Visualisering marknadsvärde, basscenario (MSEK)



Källa: Carlsquare

Risker

Det finns givetvis ett antal risker kopplade till en investering i Nustay. Det absolut största är rimligtvis kopplad till när marknadsförhållandena kan återgå till normalnivåer.

Trots bidrag och lån är bolagets finansiella ställning begränsad vilket hämmar bolagets möjlighet att växa och bedriva verksamhet. Finansiering är inte säkrad.

Konkurrensen är stenhård och kundernas upplevelse är avgörande och recensioner av stor vikt. I dag har bolaget likt många andra aktörer både positiva och negativa kundrecensioner. Att möjligheten att avboka eller inte tydligt framgår är av yttersta vikt.

Introduktion till bolaget och dess utveckling

Nustay A/S (Nustay eller bolaget) grundades 2014 och är ett danskt online-baserat hotell-bokningsföretag, eller en OTA (Online Travel Agent). Välkända konkurrenter innefattar bland annat jätten Booking Holdings Inc som bland annat driver varumärket Booking.com och Expedia Group Inc som bland annat driver varumärket Hotels.com. Bolagets kundgrupp utgörs av både företagskunder och hushåll. Europa är i nuläget inte Nustays viktigaste marknad.

Under 2014-2016 utvecklades bolagets plattform samtidigt som bolaget hade en begränsad omsättning. I mars 2019 listades bolagets aktier på Spotlight med handel i DKK. I samband med listningen genomfördes en nyemission som inbringade på 27,3 miljoner DKK. De som tecknade i emissionen fick även teckningsoptioner med en teckningskurs om 1,25 kronor per ny aktie. Teckningsoptionerna förfaller den 10 september 2020 och kan inbringa ny viktig finansiering för bolaget och dess fortsatta tillväxt.

Under augusti erhåller bolaget lån på 3,0 samt 6,8 miljoner DKK från olika källor och 1,4 miljoner DKK i bidrag från danska staten.

Ett annorlunda erbjudande med lägre priser

Nustay skiljer sig från konkurrensen då bolagets plattform är en hybrid i den mening att både B2B- och B2C-priser visas för användare. Det till skillnad från exempelvis Bookings.com och Hotels.com som bara visar B2C-priser. Genom att Nustay har tillgång till B2B-rum kan användare köpa hotellrum till en kostnadsom typiskt sett är 10–40 procent lägre, då satt i relation till Bookings.com eller Hotels.com. Med tillgång till B2B-rum kan Nustay också tillhandahålla ett större utbud (1,5 miljoner hotellrum mot Booking.coms cirka 660 000).

En andra konkurrensfördelen med Nustay är att plattformen har bättre möjlighet att anpassa visningar efter kundens förmodade intressen. Detta åstadkoms dels genom ett stort antal sökparametrar, så som lämplighet för småbarn, för familjer, för husdjur, nära shopping, kvalitet på rum, kvalitet på Wi-fi, typ av mat på hotellrestaurangen och dels genom analys av tidigare sökningar och sociala medier (om kunden godkänner detta).

B2B-modellen möjliggör för lägre priser

För att erbjuda B2B-priser samarbetar bolaget med så kallade sängbanker (bed banks). En sängbank är företag som är specialiserade på att köpa upp stora mängder hotellrum i förskott till ett lågt pris för att sedan sälja dem vidare med en marginal. Bland sängbankernas huvudsakliga kunder finns exempelvis charterbolag som paketerar hotellvistelsen tillsammans med en flygresor (charterresa).

Vi uppskattar att det finns cirka 100. När hotellen säljer hotellnätter till sängbanker får hotellen förvisso lägre betalt per rum men kan samtidigt säkerställa intäkter/beläggning. Detta minskar risken för hotellen och kan alltså liknas vid planeringsverktyg för att säkerställa intäkter/beläggning.

Nustay har samarbeten med de flesta sängbankerna och kan därmed köpa hotellrum av dessa till ett fast nettopris, alltså efter sängbankernas pålägg. Genom att köpa från sängbankerna istället för att köpa direkt från hotellen finns utrymme för Nustay att addera en marginal när dessa sedan säljs vidare till köparen via bolagets varumärken (så som Nustay.com). På så sätt får privatpersoner också tillgång till B2B-priser.

En tekniskt som gör det konkurrensen inte kan

Förutsättningen för att Nustay skall kunna tillhandahålla B2B-priser är att avtal är på plats med leverantörer (sängbanker) av hotellrum. Nustay har avtal med majoriteten av världens sängbanker och har integrerat deras API:er med plattformen.

Den stora utmaningen, som konkurrensen inte i dag klarar av att hantera, är avsaknaden av egenskapen att hämta priserna i realtid från sängbankerna. Snabba och korrekta prisuppdateringar mot kund är samtidigt avgörande för att vara konkurrenskraftig. Nustay har löst problemet med den låga prisuppdateringsfrekvensen från sängbankerna genom att skapa algoritmer baserade på Big Data för att förutsäga priser. De priser som visas på Nustay kommer alltså inte direkt från sängbankerna, utan från Nustays algoritmer. Dock finns alltid en risk för att när kunden ska betala kan priset skilja sig från det som visats i

Marknaden för OTA:er konsoliderar och Nustay är rimligtvis på de stora jättarnas radar.

sökningen. Detta är emellertid förhållandevis ovanligt. Nustay har högsta betyg i Googles mätning av prisnoggrannhet (price accuracy score).

Bolagets teknologi möjliggör för närvaro på Google Hotel Ads, som också är den största källan för nya kunder hos bolaget. Detta är endast möjligt tack vare den snabba och exakta plattformen då Google kräver snabba svarstider vid sökningar samt inte accepterar för många felaktiga priser. Endast Nustays större konkurrenter har digitala system med motsvarande prestanda; exempelvis sängbankerna har ingen möjlighet att annonsera på Google då deras system är för långsamma.

Nustay – ett uppenbart hot mot de stora jättarna

Vidare är pristransperens (rate parity) är vanligt i branschen. Detta innebär att priset på ett hotellrum är detsamma på alla plattformar. Nustay utmanar detta med sina B2B-priser för kunder. Detta ledde till en konflikt med Expedia Group och Booking Holdings under första halvåret 2019. De två senare företagen nedgraderade hotell i sin sök-rankning om hotellet hade lägre priser på andra plattformar. Många hotell kontaktade därför Nustay och bad dem höja sina priser. Nustay lämnade in ett klagomål till Europeiska kommissionen för brott mot antitrustregler. Det faktum att de två största OTA:erna vidtog åtgärder mot Nustay (istället för att ignorera dem) tyder på att de ser Nustay som ett hot.

En hybrid med för- och nackdelar

Möjligheten att kombinera B2B- och B2C-kanalerna på en plattform kallar Nustay för en hybridaffärsmodell som har både för- och nackdelar.

B2C-modellen

De största konkurrenterna i Europa är tidigare nämnda Booking.com och Hotels.com. Dessa operatörer har dock en annan affärsmodell – en så kallade B2C-modell. Denna innebär att en bokningstjänst tillhandahålls där användaren kan boka ett hotellrum till hotellets standardpriser. Booking.com och Hotels.com erhåller sedan en hanterings-/kommissionsavgift på i normalfallet 15 procent av bruttopriset för hotellrummet. Detta är en B2C-tjänst. Både Bookings.com och Hotels.com är således endast en förmedlare av hotellrum. Utöver B2B-modellen, som alltså bygger på försäljning av hotellrum från sängbanker, erbjuder Nustay också en förmedlingstjänst (B2C-modellen), likt Hotels.com och Bookings.com. Denna tjänst erhålls genom avtal tecknas mellan Nustay och hotellrumsförmedlare som ger dessa tillgång till Nustays databaser. I B2C-modellen kan dock inte Nustay konkurrera med lägre priser jämfört med konkurrenterna.

Nustay har avtal med B2C-marknadsplatser såsom Priceline, HRS och Agoda samt med meta-sökplattformar som TripAdvisor, Kayak, Trivago, Momondo och HotelsCombined. Det innebär alltså att Nustays erbjudande kommer upp vid sökningar på dessa. Detta är ytterligare en del av hybridaffärsmodellen.

Fördelar och nackdelar

En fördel för Nustay med B2B-modell är att gästen betalar Nustay för rummet. Nustay betalar sedan sängbanken som längst 30 dagar efter att gästen checkat ut. Dessa betalningar utgör en kassa för Nustay och minskar behovet av kapitalanskaffningar för rörelsekapital. På Booking.com och Hotels.com betalar man direkt till hotellet och brukar betala först vid ankomst. Som tidigare nämnts är OTA:er med B2B-modellen är endast en förmedlare som tar en avgift från hotellet.

Kunden som köper det billigaste alternativet på Nustay via en sängbank behöver typiskt sett förskottsbeta sitt hotellrum. Normalt sett har köparen heller inte möjlighet att avboka rummet. I praktiken får kunden ett lägre pris i utbyte mot att inte kunna avboka. Detta har givetvis varit problematiskt under Covid19-krisen. Många som bokade denna typ av rum innan nedstängningarna förlorade sina pengar. Risken att inte kunna boka av bedömer vi reducera marknaden då många är villiga att betala upp för möjligheten att boka av.

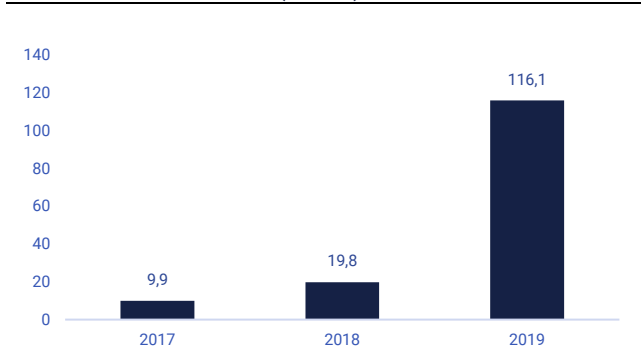
I och med att Nustay har en hybridmodell skall det emellertid betonas att kunden har möjlighet att välja den avbokningspolicy som passar bäst. Genom att boka via B2C-kanaler till ett högre pris är avbokning oftast möjligt och sedan juli 2020 finns möjligheten att betala vid ankomst till hotellet. I praktiken blir detta en bokning med avbokningsförsäkring till ett högre pris jämfört med bokning via en sängbank.

Historisk stark utveckling fram till Covid 19

Bolagets nettoomsättning varierar med det totala transaktionsvärdet (handled revenue) för bokningar genomförda på Nustays plattformar. I grafer nedan till vänster visas utvecklingen i transaktionsvärde och nettoomsättning på årsbasis. Som framgår i den vänstra grafen var det totala transaktionsvärdet på bolagets plattformar under 2017 till 9,9 miljoner DKK. Under 2018 utökade transaktionsvärdet till 19,8 miljoner DKK och som framgår i den högra grafen nedan redovisades en nettoomsättning på 1,3 miljoner DKK samma år. Detta motsvarar en kommissionsavgift på 6,8 procent.

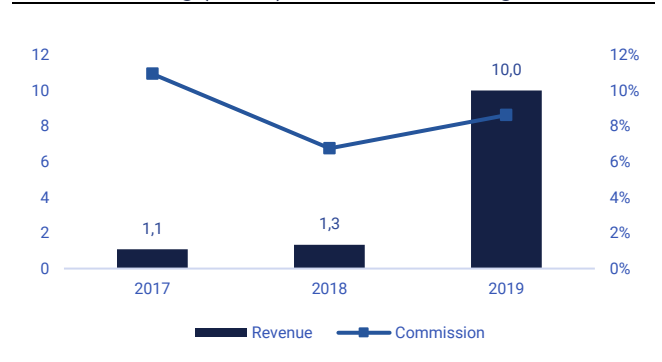
Under 2019 hade bolaget även sitt kommersiella inträde på marknaden på allvar. Bokningsplattformen hanterade 116,1 miljoner DKK i totalt transaktionsvärde och genererade en nettoomsättning på cirka 10,0 miljoner DKK. Det medförde en tilltagande om kommissionsavgift som steg till 8,6 procent, relativt 6,8 procent året innan.

Totalt transaktionsvärde (MDKK)



Källa: Bolagsinformation

Nettoomsättning (MDKK) & kommissionsmarginal



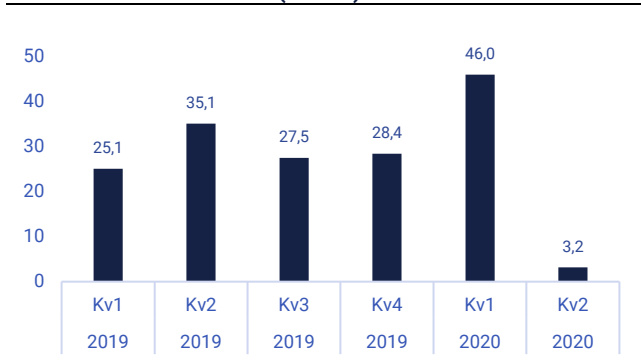
Källa: Bolagsinformation

Utveckling skapade tydligt uppställ men Covid-19 kom i vägen

Det totala transaktionsvärdet på bokningar genomförda på Nustays plattformar utvecklats relativt oförändrat, mellan 25,1 miljoner DKK under första kvartalet 2019 till 28,4 miljoner DKK under det fjärde kvartalet samma år. Men som framgår i graf till vänster nedan steg dock transaktionsvärdet kraftigt till 46,0 miljoner DKK under det första kvartalet 2020. Det trots att mars, och i viss utsträckning även februari, påverkades kraftigt negativt av Covid-19.

Uppstället i transaktionsvärdet kan härledas till lyckad utveckling. Under perioden december 2019 till februari 2020 genomfördes utrollningen av en ny förbättrad bokningsplattform som även – tack vare partnersamarbeten – omfattar bokning av flygbiljetter, hyrbilar och flygplatstransfer på 26 lokala hemsidor med olika språk. Detta hade en positiv effekt på omsättningen. I januari 2020 sattes nytt rekord i hanterat transaktionsvärde på en enskild dag som uppgick till 1,1 miljoner DKK. I januari var genomsnittet i januari 2020 var 0,85 miljoner DKK per dag.

Totalt transaktionsvärde (MDKK)



Källa: Bolagsinformation

Nettoomsättning (MDKK) & kommissionsmarginal



Källa: Bolagsinformation

Fram till Covid-19 slog ned som en bomb hade bolaget fått upp ett starkt momentum: Under januari och februari 2020 var bolagets det totala transaktionsvärdet 46 miljoner DKK, vilket var högre än de föregående sex månaderna.

I samband med Corona-krisen, som bröt ut på riktigt i västvärlden i februari 2020, orsakade inte bara tilltagande i dödstaten utan också ett historiskt fall på börserna och pausade stora delar av ekonomierna liksom verksamheten som bedrivs av Nustay. Under det andra kvartalet 2020 hanterades endast bokningar med ett totalt transaktionsvärde om 3,2 miljoner DKK. Hade inte denna inträffat skulle 2020 sannolikt inneburi ett kommersiellt genombrott för bolaget.

I graf på föregående sida till höger visas nettoomsättning jämte kommissionsavgift, alltså den andel av det totala transaktionsvärdet som konverteras till nettoomsättning. Den redovisade nettoomsättning motsvarar det totala transaktionsvärdet reducerat med kostnaden för de köpta hotellnätterna, kostnader för avbokningar liksom bokningsavgifter.

Studerar vi utvecklingen i den redovisade nettoomsättningen ser vi att denna sekventiellt steg under perioden första kvartalet 2019 till första kvartalet 2020 – det trots att totala transaktionsvärdet utvecklats relativt oförändrat. Att bolaget kan ha en stigande nettoomsättning trots fallande totalt transaktionsvärde beror alltså på kommissionsavgiften som varierar i en kombination, alternativt enskilda bidrag från; lägre kostnad för hotellrummen som säljs, lägre kostnad för avbokningar och/eller lägre bokningsavgifter. Ju större bolaget, då i termer av transaktionsvärde på plattformarna, desto bättre förhandlingsposition har bolaget. Det innebär att bolaget sannolikt kan förhandla till sig lägre bokningsavgifter och lägre kostnader på de sålda hotellnätterna från sina leverantörer. Det medför i sin tur att marginalen på det totala transaktionsvärdet sannolikt kommer stiga över tid, givet tillväxt.

Fallande rörelseresultat och bra skalbarhet

I samband med Covid-19-krisen sattes även Nustays verksamhet i stor utsträckning på pause. Bland annat pausade bolaget sin marknadsföring och de fasta kostnader minskades med cirka 50 procent till följd av personalneddragningar och neddragning av kundservicejänster. Samtidigt skall noteras att nya funktioner lagts till och optimeringar har genomförts.

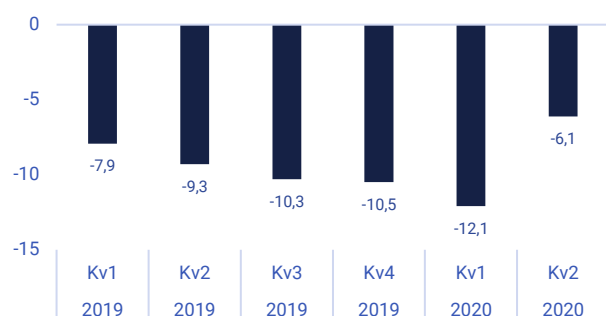
Nedan visas bolagets historiska kostnadsfördelning jämte utveckling i rörelseresultatet. Som framgår i graf till vänster är övriga externa kostnader den största kostnadsposten.

Kostnadsfördelning



Källa: Bolagsinformation

Rörelseresultat (MDKK)



Källa: Bolagsinformation

Som framgår i graf ovan till höger har det negativa rörelseresultatet tilltagit fram till första kvartalet 2020. Det är uppskattningsvis en effekt av tilltagande marknadsaktiviteter. Samtidigt föll det negativa rörelseresultatet under andra kvartalet 2020, vilket visar på viss flexibilitet – alltså att snabbt kunna justera kostnadsbasen efter rådande marknadsförhållanden.

Bolagets plattform kan skalas upp och nyttjas på global basis. Fasta kostnader utgörs av avlöning av en ledningsgrupp i Danmark på sju personer och runt 150 personer i utvecklingsgruppen i Kiev (innan Covid19) samt kundtjänst. Därutöver tillkommer kostnader för kontor och digital infrastruktur (serverutrymme och så vidare). Rörliga kostnader är först

och främst hänförliga till marknadsföring. De fasta kostnader bedöms till cirka 6,5 miljoner DKK under första kvartalet 2020.

I samband med Covid19 har bolaget sagt upp personal i Kiev, erhållit statligt stöd och dragit ned på samtliga kostnader vilket lett till att de fasta utgifterna halverat. De bör alltså ligga på runt tre miljoner DKK per kvartal i fast kostnader nu.

Nyckelpersoner och ägare



Mathias Lundoe Nielsen är VD, styrelseledamot och medgrundare av bolaget. Han är en serieentreprenör som har grundat 5 teknologiföretag. Han har en CBL från Henley Business School.



Simon Skouboe är styrelseledamot och medgrundare av bolaget. Han har erfarenhet av investeringar och styrelseuppdrag inom IT och besöksnäring.



Michael Barabash är bolagets CTO sedan 2019. Han kommer från Ukraina och leder Nustays utvecklingsgrupp i Kiev. Han är ansvarig för plattformens teknologi, inklusive dess Big Data-algoritmer. Han har 14 års erfarenhet inom komplex mjukvaruutveckling.



Søren Morbitzer Christoffersen är bolagets CFO sedan 2019. Han har 30 år erfarenhet inom ett flertal branscher. Han är en auktoriserad revisor.

Källa: Bolagsinformation

Ägandet i Nustay är förhållandevis koncentrerat. De tre största ägarna, styrelseledamot Simon Skouboe, Lars Seier Christensen samt DBL Holding AS kontrollerar 55 procent av kapitalet och rösterna. De tio största ägarna kontrollerar 79 procent av rösterna och kapitalet. Lars Seier Christensen förvaltar omkring 350 miljoner euro genom Seier Capital. Efter att ha varit med och grundat, varit VD på och sålt sitt innehav i Saxo Bank (1992-2016) förvaltar han nu sitt kapital på heltid. Bolagets VD, Mathias Lundoe Nielsen, har minskat sin andel från 16,4 procent i början på 2019 till 6,3 procent i dag, förmodligen på grund av att han inte haft möjlighet att försvara sin andel i senaste nyemissionen. Skouboe samt Seier har ögat sina ägarandelar något under samma period.

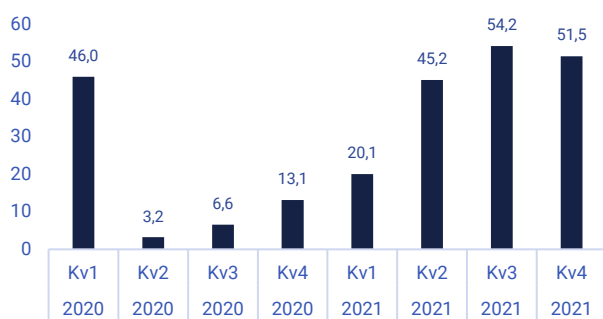
Prognoser och värdering

Intäktsprognoser

Nedan visas prognoser för totalt transaktionsvärde och nettoomsättning jämte antagen marginal på det totala transaktionsvärdet på kvartalsbasis. Som framgår modellerar vi med att marknadsförsättningarna sakta tilltar, vilket bolaget också gynnas av. Även en ny app är under utveckling och ska lanseras under 2020. Covid19-krisen har fördröjt lanseringen. Den största delen av bolagets kunder bokar via en telefon. En app förenklar denna process, i synnerhet för återvändande kunder. Samtidigt har marknadsföring återupptagits under augusti 2020.

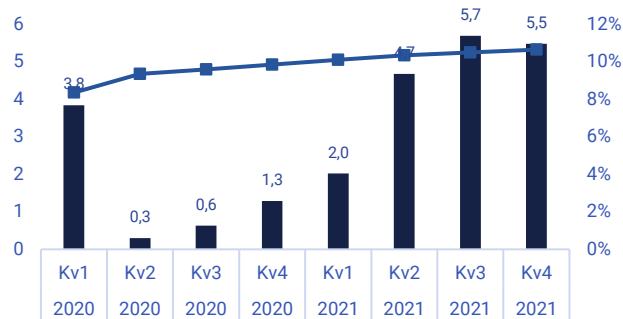
Det andra och det tredje kvartalet är säsongsmässigt starka kvartal för resebranschen, vilket är en bidragande faktor till det stora lyftet under andra kvartalet 2021. Vidare modellerar vi med stigande kommission, räknat som en procentsats av totala transaktionsvärdet. I vårt scenario har bolaget en högre nettoomsättning under andra kvartalet 2021 än tidigare rekordkvartal – det första kvartalet 2020.

Antagna transaktionsvärden (MDKK)



Källa: Bolagsinformation

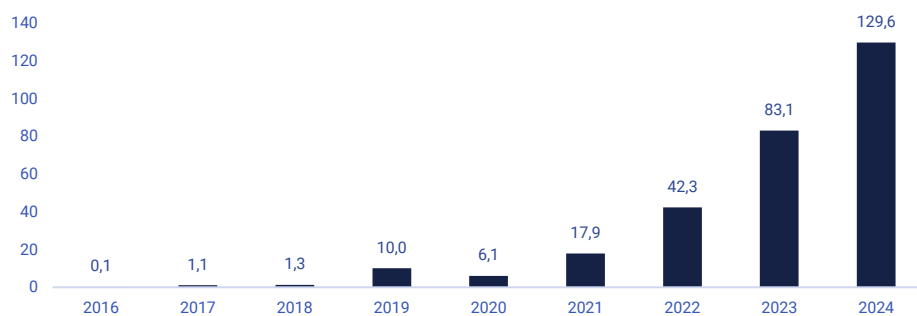
Antagen nettoomsättning (MDKK) och kommission (%)



Källa: Bolagsinformation

Nedan visas den antagna tillväxtkurvan för nettoomsättning på årsbasis. Över den prognostiserade perioden modellerar vi med en genomsnittlig tillväxttakt per år om 72,9 procent.

Historiska och prognostiserad nettoomsättning (MDKK)

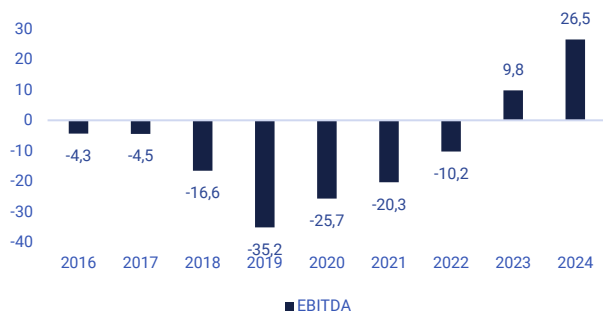


Källa: Bolagsinformation och Carlsquare prognoser

Kostnads och lönsamhetsprognoser

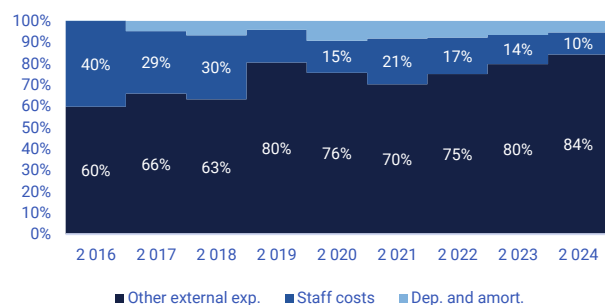
Bolaget har som bekant också meddelat att ROI är positivt för nya bokningar; det vill säga kostnaden för att köpa trafik till hemsidan kostar mindre än intäkterna. Om resandet tar fart finns det således god möjlighet att skala upp verksamheten till lönsamhet. Nedan visas antagna EBITDA-resultat på årsbasis jämte kostnadsfördelning. Som framgår bedömer vi att övriga externa kostnader

Antagna EBITDA-resultat (MDKK)



Källa: Bolagsinformation och Carlsquare prognoser

Antagen kostnadsfördelning



Källa: Bolagsinformation och Carlsquare prognoser

Nedan visas en sammanställning av historisk och prognostiserad resultaträkning.

Sammanställning resultaträkning, historik och prognoser (MSEK)

	2018/19*	2020	2021	2022	2023	2024
Revenue	10,0	6,1	17,9	42,3	86,5	154,9
Tillväxt	648%	-40%	195%	137%	104%	79%
Totala intäkter	10,0	6,1	17,9	42,3	86,5	154,9
Tillväxt	648%	-40%	195%	137%	104%	79%
EBITDA	-35,2	-25,7	-20,3	-12,8	3,1	31,2
Just. EBITDA	-35,2	-25,7	-20,3	-12,8	3,1	31,2
Just. EBITDA-marginal	-351%	-423%	-114%	-30%	4%	20%
EBIT	-37,2	-28,9	-23,8	-17,3	-2,1	25,4
Just. EBIT	-37,2	-28,9	-23,8	-17,3	-2,1	25,4
Just. EBIT-marginal	-371%	-476%	-133%	-41%	-2%	16%
EBT	-38,4	-32,3	-24,2	-17,8	-2,6	25,1
Just. EBT	-38,4	-32,3	-24,2	-17,8	-2,6	25,1
Just. EBT-marginal	-383%	-533%	-136%	-42%	-3%	16%
Comprehensive income for the period	-31,5	-32,3	-24,2	-17,8	-2,6	25,1
Just. Comprehensive income for the period	-31,5	-32,3	-24,2	-17,8	-2,6	25,1
Just. nettomarginal	-314%	-533%	-136%	-42%	-3%	16%
EPS kr	-1,73	-0,76	-0,36	-0,25	-0,03	0,33
EPS (just.) (kr)	-1,73	-0,76	-0,36	-0,25	-0,03	0,33

Källa: Bolagsinformation och Carlsquare prognoser

Motiverat värde inom ett intervall

För att beräkna ett motiverat värde på Nustay har vi använt en DCF-modell. I modellen nuvärdesberäknar vi framtida förväntade kassaflöden under den prognostiserade perioden 2020-2024 med en diskonteringsränta om 18,5 procent. För att bestämma ett evighetsvärde (TV) har vi applicerat en "exit-multipel" om 16,8x på det prognostiserade EBITDA-resultat år 2024. Evighetsvärdet är sedan nuvärdesberäknat med en diskonteringsränta om 21,0 procent.

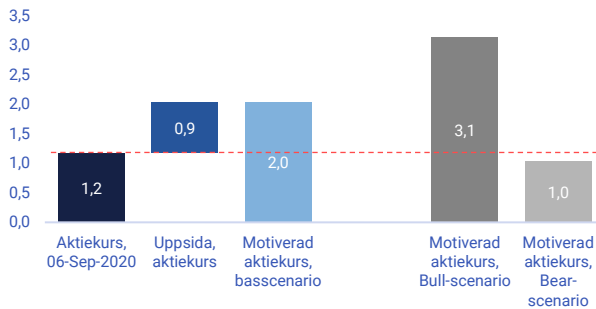
I ett basscenario beräknas ett motiverat värde om 2,0 DKK per aktie för nästa 6-12 månaderna. Värderingsintervallet sträcker sig mellan 1,0 DKK per aktie till 3,1 DKK per aktie.

Sammanställning värdering, basscenario

DCF värdering		Disk.ränta prognosperiod		Antaganden	
Nuvärde kassaflöde (UFCF)	-62,5	Risikfri ränta, prognostiserad period	0,0%	CAGR, 2019-2025	66,8%
Nuvärde, evighetsvärde (TV)	196,5	Marknadsriskpremie	7,7%	Just. EBITDA-marginal, 2025	20,5%
Rörelsevärde (EV)	134,0	Småbolagspremie	4,6%	Just. EBIT-marginal, 2025	16,0%
		Beta	1,2x	Exit EBITDA-multipel (TV)	16,8x
Kassa	27,0	Avkastningskrav, EK	14,8%	Skattesats	22,0%
Skuld	-9,2			Bolagsspec. tillägg	25% av Re
Aktievärde	151,8	Skattejust. Kreditränta	5,5%	Disk.ränta TV	21,0%
		Belåningsgrad	0,0%		
Befintligt antal aktier	48,6			<u>Implicita värderingsmult.</u>	
Nya akter efter emissioner	26,2	WACC	14,8%	EV/sales, 2020P	22,1x
Antalet aktier	74,8	Bolagsspec. Tillgång	3,7%	EV/Sales 2021P	7,5x
				EV/EBITDA 2020P	n.m.
Värde per aktie, basscenario	2,0	Disk.ränta	18,5%	EV/EBITDA, 2021P	n.m.

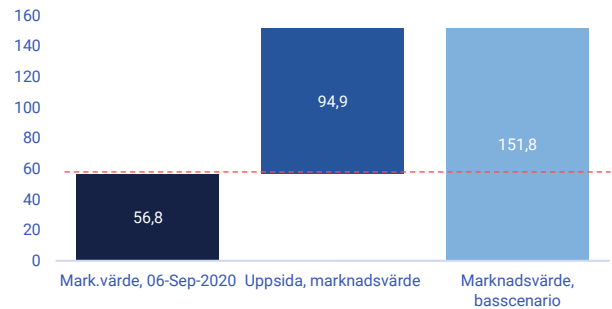
Källa: Carlsquare prognoser

Visualisering motiverat värde per aktie, basscenario (kr)



Källa: Carlsquare

Visualisering marknadsvärde, basscenario (MSEK)



Källa: Carlsquare

Som framgår i tabellen på föregående sida beräknar vi rörelsevärdet till 134,0 miljoner DKK i basscenariot. För att beräkna ett aktievärde har vi adderat uppskattad nettokassa per den 30 september om 17,8 miljoner DKK, då inkluderat antagandet om att 100 procent av utestående teckningsoptioner förfaller in-the-money och tecknas. Detta ger ett totalt aktievärde om 151,8 miljoner DKK. Vidare är det vår bedömning att bolaget kommer behöva ta in ytterligare pengar (knapp 40 miljoner DKK) för att finansiera tillväxtkurvan. Det medför att antalet aktier ökar till cirka 74,8 miljoner stycken. Detta åter inkluderat antagandet att 100 procent av utestående teckningsoptioner löses in. Notera även att vi antagit att bolaget gör framtida nyemissioner till en stigande kurs allteftersom tillväxten tilltar.

Genom att dividera aktievärdet om 151,8 miljoner DKK med 74,8 miljoner aktier beräknas ett motiverat värde per aktie om 2,0 kronor för de kommande 6-12 månaderna. Det antagna finanseringsbehovet späder ut aktievärdet och håller tillbaka värderingen per aktie.

Nedan till vänster visas en scenarioanalys med det motiverade om 2,0 DKK per aktie i basscenariot, inom intervallet 1,0 DKK i Bear-scenariot till 3,1 DKK per aktie i Bull-scenariot, jämte implicita värderingsmultiplar för helåret 2019 till helår 2024 i basscenariot.

Scenarioanalys, EV (MSEK)

	14,8x	15,8x	16,8x	17,8x	18,8x
34,5%	3,3	3,6	3,8	4,1	4,4
27,5%	2,5	2,7	2,9	3,1	3,3
20,5%	1,7	1,9	2,0	2,2	2,3
13,5%	0,9	1,0	1,1	1,2	1,3
6,5%	0,1	0,2	0,2	0,3	0,3

CAGR på x-axeln och EBIT-marginal på y-axeln
 Källa: Carlsquare prognoser

	2019	2020	2021	2022	2023	2024
EV/Sales	13,4x	22,1x	7,5x	3,2x	1,6x	1,0x
EV/EBITDA (adj.)	n.m.	n.m.	n.m.	n.m.	13,7x	5,0x
EV/EBIT (adj.)	n.m.	n.m.	n.m.	n.m.	29,2x	6,5x
P/S	15,1x	25,0x	8,5x	3,6x	1,8x	1,2x

Källa: Carlsquare prognoser

För att landa i en övre gräns i värderingsintervallet har vi antagit en EBITDA-marginal på 27,5 procent år 2024 och en exit-multipel om 17,8x. Det ger ett motiverat värde per aktie om 3,1 DKK. För att landa i en nedre gräns i värderingsintervallet har vi antagit en EBITDA-marginal på 13,5 procent år 2024 och en exit-multipel om 15,8x. Det ger ett motiverat värde per aktie om 1,0 DKK.

Värderingen motsvarar en implicit EV/Sales-multipel om 3,2x prognostiserade intäkter 2022. Sektorkollegor handlas till ett medianvärde för EV/Sales-multipeln om 3,9x analytikers prognoser för omsättning 2020. Som bekant räknar vi med tillväxt över branschkollegor, vilket också motiverar skillnaden. Den implicita EV/Handled revenue-multipeln 2020 är 1,9x och för 2021 0,8x.

Motivering diskonteringsränta

Avkastningskravet på det egna kapitalet är beräknad med CAPM-modellen. I modellen har vi antagit en riskfri ränta om noll procent och ett beta-värde på 1,2x. Markandsriskpremien är antagen till 7,7 procent i linje med PwC:s "Riskpremien på den svenska aktiemarknaden" från juni 2020. Till marknadsriskpremien har vi adderat en småbolagspremie om 4,6 procent, vilket motsvarar den interpolerade småbolagspremie för ett företag med ett

marknadsvärde om 100 miljoner kronor – det åter i linje med PwC:s riskpremiestudie. Avkastningskravet beräknas till 14,8 procent. Givet att bolaget är beroende på att resandet återgår till ett normalläge inom förhållandevis snar framtid har vi justerat upp avkastningskravet med 25 procent då vi bedömer osäkerheten för detta som hög. Inkluderat denna bolagsspecifika premie ($25\% \times 14,8\% = 3,7\%$) beräknas det justerade avkastningskravet till 18,5 procent. Vidare har vi antagit att gruppen finansierar sig med 100 procent eget kapital och diskonteringsräntan beräknas därmed med våra antaganden till 18,5 procent. Diskonteringsräntan som används för nuvärdesberäkning av evighetsvärdet är 21,0 procent. Denna är beräknad som på samma sätt men med en riskfri ränta på två procent, vilket antas vara normalnivån för den riskfria räntan över tid.

Motivering exit-multipel

Medianvärdet för EV/EBITDA-multipel bland stora men liknande listade företag är som tidigare nämnts 21,3x de senaste tolv månadernas EBITDA-resultat. Analytiker tror att de flesta av de stora jämförbara företagen kommer göra ett negativt EBITDA-resultat under innevarande år, 2020. Därför bedöms medianen för EV/EBITDA-multipeln för 2020 inte som tillförlitlig. Dock tror analytikerna på positivt EBITDA-resultat under 2021 för de allra flesta av de jämförelsebara företagen. Medianvärdet för EV/EBITDA-multipeln på prognostiserat EBITDA-resultat år 2021 är 12,3x. För att landa i en EBITDA-multipel som kan antas vara en rimlig exit-multipel för bolaget har vi använt genomsnittet, som beräknas till 16,8x ($(21,3x + 12,3x)/2 = 16,8x$).

Friskrivning

Carlsquare AB, www.carlsquare.se, nedan benämnt Carlsquare, bedriver verksamhet avseende Corporate Finance samt Equity Research och publicerar därvid bland annat information om bolag och däribland analyser. Informationen har sammanställts utifrån källor som Carlsquare bedömer som tillförlitliga. Carlsquare kan dock inte garantera informationens riktighet. Ingenting som skrivs i analysen ska betraktas som en rekommendation eller uppmaning att investera i något som helst finansiellt instrument, option eller liknande. Åsikter och slutsatser som uttrycks i analysen är avsedd endast för mottagaren.

Innehållet får inte kopieras, reproduceras eller distribueras till annan person utan skriftligt godkännande av Carlsquare. Carlsquare ska inte hållas ansvariga för vare sig direkta eller indirekta skador som orsakats av beslut fattade på grundval av information i denna analys. Investeringar i finansiella instrument ger möjligheter till värdestegringar och vinster. Alla sådana investeringar är också förenade med risker. Riskerna varierar mellan olika typer av finansiella instrument och kombinationer av dessa. Historisk avkastning ska inte betraktas som en indikation för framtida avkastning.

Analysen riktar sig inte till U.S. Persons (så som detta begrepp definieras i Regulation S i United States Securities Act och tolkas i United States Investment Companies Act 1940) och får inte heller spridas till sådana personer. Analysen riktar sig inte heller till sådana fysiska och juridiska personer där distributionen av analysen till sådana personer skulle innebära eller medföra risk för överträdelse av svensk eller utländsk lag eller författning.

Analysen är en så kallad Uppdragsanalys där det analyserade Bolaget tecknat ett avtal Carlsquare för analystäckning. Analyserna publiceras löpande under avtalsperioden och mot sedvanlig fast ersättning.

Carlsquare kan eller kan inte ha ett ekonomiskt intresse avseende det som är föremål för denna analys. Carlsquare värdesätter säkerställandet av objektivitet och oberoende, och har för detta upprättat rutiner för hantering av intressekonflikter.

Analytikerna Markus Augustsson och Richard Ramanus äger inte och får heller inte äga aktier i det analyserade bolaget.