Penser Access by Carnegie

Övriga finansiella tjänster | Sverige | 10 januari 2024

SaveLend Group

Går in i scale up fas

Ska omsätta 450 mkr år 2027

SaveLend group har annonserat nya finansiella mål som sträcker sig till 2027. Gruppen har som mål att omsätta minst 450 mkr med en EBIT-marginal om åtminstone 27%. Till skillnad från tidigare mål är de nu specificerade per segment. Sparplattformen, SaveLend, förväntas omsätta 325 mkr och faktureringsplattformen, Billecta, 125 mkr, båda med en EBIT-marginal över 27%. Med våra prognoser för 2023 motsvarar 450 mkr i omsättning år 2027 27% tillväxt per år för gruppen. De tidigare målen var att på gruppnivå omsätta minst 300 mkr år 2025 med en EBITDA-marginal på 25%. Vi anser att de nya finansiella målen i stort är i linje med de föregående, men något mjukare i närtid.

Fullt fokus på sälj och tillväxt framöver

Vi justerar ned våra omsättningsförväntningar de kommande två åren till följd av fortsatta tecken på lägre investeringsvilja. Det är ett mönster vi ser på flera sparplattformar oavsett om det gäller aktier eller krediter. Den höga inflationen och medföljande högre ränta har påverkat många sparares möjligheter att spara varje månad. Detta till trots förväntar vi oss att SaveLend, som ställt om till en säljorganisation, skall kunna växa med 27% respektive 32% kommande år, främst drivet av omställningen till säljorganisation och ett fortsatt förbättrat sparerbjudande för att öka både kundnöjdhet och addresserbar marknad. I kombination med detta räknar vi med att styrräntan kommer att falla under dessa två år, vilket bör bidra till ett positivare marknadsklimat.

Vi ser fortsatt stor skalbarhet i verksamheten och behåller vårt motiverade värde

Vidare räknar vi med mer eller mindre konstanta rörelsekostnader jämfört med tidigare prognoser. Vi fortsätter att se stor skalbarhet i verksamheten och vår bedömning är att EBIT-marginalmålet om 27% för respektive verksamhet är rimligt. Tillväxtmålet anser vi också vara rimligt, beroende främst på hur mycket nytt kapital bolaget lyckas attrahera samt antalet skickade fakturor. Vi anser de nya finansiella målen vara optimistiska men fullt rimliga att nå då båda verksamheterna fortfarande är relativt små och några få större kunder inom varje segment kan leda till snabb tillväxt. Vi värderar SaveLend med en EV/S multipel på 2024 års vinster. De justeringar vi genomför påverkar inte vårt motiverade värde och vi behåller därmed 12-13 kr.

Estimatändring

	23e	24e	25e
Totala intäkter	-0,2%	-2,7%	-6,8%
EBITDA, just.	-1,5%	-3,0%	-24,3%
EPS, just.	-2,4%	-11,6%	-36,1%

Kommande händelser

Q4 - rapport	21 februari 2024
Q1 - rapport	15 maj 2024

Bolagsfakta (mkr)

Antal aktier	54m
Börsvärde	311
Nettoskuld	11
EV	310
Free float	62%
Daglig handelsvolym, snitt	45k
Bloomberg Ticker	YIELD SS EQUITY

Analytiker

Hugo Lisjo
hugo.lisjo@carnegie.se

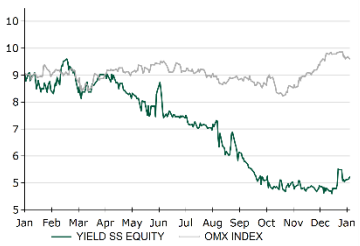
Prognos (mkr)

	2022	2023e	2024e	2025e
Totala intäkter	150	175	221	292
Tillväxt	60%	16%	27%	32%
EBITDA, just.	-4	17	40	66
EBIT, just.	-24	-7	16	43
EPS, just.	-0,5	-0,2	0,2	0,6
EPS-tillväxt, just.	N.m.	N.m.	N.m.	>100%
EK/aktie	2,1	1,8	2,0	2,3
Utdelning per aktie	0,0	0,0	0,0	0,3
EBIT-marginal	Neg.	Neg.	7,3%	14,9%
ROE, just.	Neg.	Neg.	11,7%	27,6%
ROCE, just.	Neg.	Neg.	14,2%	33,9%
EV/Sales	3,0x	1,8x	1,4x	1,0x
EV/EBITDA	-	19,0x	7,7x	4,6x
EV/EBIT	-	-	18,9x	7,0x
P/E, just.	-16,0x	-27,3x	25,3x	9,4x
P/EK	4,2x	3,3x	2,8x	2,4x
Direktavkastning	0,0%	0,0%	0,0%	5,3%
FCF yield	3%	-2%	5%	13%
Nettoskuld/EBITDA	0,0x	-0,4x	-0,4x	-0,5x

Värde och risk

Motiverat värde	12,0 - 13,0 kr
Aktiekurs	5,6 kr
Risknivå	Medium

Kursutveckling 12 mån



Intressekonflikter

	Yes	No
Likviditetsgarant		✓
Certified adviser		✓
Transaktioner 12m		✓

Denna rapport har tagits fram på uppdrag av, och är betald av, emittenten. Commissioned research (uppdragsanalys) anses utgöra marknadsföringskommunikation (alltså inte investeringsanalys enligt MiFID II). Denna rapport kan vara föremål för distributionsrestriktioner i vissa jurisdiktioner. För mer information, se upplysningar och disclaimer i slutet av rapporten.

Investment case

SaveLend Group har två kärnverksamheter, sparplattformen och faktureringstjänster. Sparplattformen, som kopplar samman kreditgivare med kredittagare, är en robust affärsidé, som för bankerna fungerat i sekler. Man kan se sparplattformens verksamhet som en form av decentraliserad bank. Idag är SaveLend en av de ledande aktörerna i att flytta inaktivt kapital på sparkonton till att investeras i krediter med högre avkastning. Vi ser att SaveLend, tack vare plattformens inbyggda funktionalitet, enkelheten i sparandet och lägre risk relativt övriga kreditinvesteringar, kommer att fortsätta vara marknadsledande även framöver.

Med plattformens inbyggda funktionalitet investerar spararen automatiskt i en korg av många olika krediter. En investering på 50 000 kr innebär ungefär en investering i 300 olika krediter, vilket minskar risken för kapitalförluster hos investeraren. Vi ser att enkelheten i detta sparande, som med låg risk relativt andra kreditinvesteringar, levererar en avkastning långt över sparkonton, kommer att vara fortsatt attraktivt under lång tid framöver.

Effektivisering och kostnadsbesparingar har alltid varit och kommer alltid att vara aktuellt. Fakturatjänster, som Billecta erbjuder, är en efterfrågad tjänst som är kostnadseffektiv för kunden. Billecta har ytterligare utvecklat sin automatiska fakturaplattform så att den klarar ett större flöde av fakturor utan att det krävs manuell handpåläggning.

Bolagsprofil

SaveLend Group är en koncern som består av bolag inom sparplattform och kreditförmedling samt fakturering och inkassoverksamhet. Koncernens kreditförmedling består av dotterbolagen SBL Finans, Svensk KreditFörmedling (SKF) samt Fixura. Bakom fakturering och inkassoverksamheten står Billecta.

SaveLend har utvecklat en sparplattform för kreditförmedling. Plattformen ger kreditgivare, d.v.s. investerare, möjlighet att investera i olika typer av krediter. Plattformen har inbyggd funktionalitet som ”SmartInvest”, vilken automatiskt hjälper investerare att få en optimal riskspridning i olika krediter inom olika segment. Kredittagarna finner vi främst inom fastighet, konsument, företagslån samt fakturaköp. SaveLend är en ren sparplattform och bolaget tar ingen kreditrisk i egen bok.

Svensk KreditFörmedling (SKF) är en kreditförmedlare som SaveLend förvärvade under början av 2022. SKF är specialiserade på fastighetsbranschen och kopplar samman spararna på SaveLends sparplattform med olika fastighetskrediter. Fixura är ett finskt bolag som SaveLend förvärvade under slutet av 2021. Fixura har utvecklat en sparplattform för krediter, likt SaveLend, för den finska marknaden. Fixura ingår nu under varumärket SaveLend och investerarna har slussats över till moderbolagets plattform.

Billecta är koncernens fakturerings- och inkassobolag. Faktureringen sköts automatiskt med bolagets egenutvecklade mjukvara. Billecta genomför allt från att skicka fakturan via den kanal kunden önskar till avräkning. Genom spararna på SaveLends sparplattform kan Billecta, utöver fakturaservice, erbjuda sina kunder fakturaköp. Utöver fakturering arbetar Billecta även med inkassoverksamhet, som också levererar krediter till SaveLends investerare.

Värdering

Vi värderar SaveLend med Sum Of the Parts- värdering, SOTP. Detta då vi anser att det är en distinkt skillnad mellan segmenten och för att en SOTP tydliggör värdet av bolagets olika delar. Vi har valt att applicera EV/Sales-multipel på våra estimat för 2024. För sparplattformen, SaveLend, har vi valt att jämföra med en grupp andra sparplattformar och för faktureringsdelen, Billecta, är gruppen SaaS-bolag. Med denna beräkning får vi ett motiverat värde på SaveLend om 7,7 kr och för Billecta om 4,6 kr, vilket ger ett totalt värde om 12,2 kr för koncernen. Vi ser därmed ett motiverade värde om 12-13 kr per aktie.

Prognoser per segment

De nya finansiella målen är relativt i linje med de föregående, men återspeglar ett mer moget bolag då de är uppdelade per segment och med EBIT-marginal istället för EBITDA. Vi ser det som att hela gruppen nu går in i en tydlig scale up fas och har under 2023 anpassat organisationen för detta. Gruppen har som mål att 2027 omsätta 450 mkr varav sparplattformen, SaveLend, förväntas omsätta 325 mkr och faktureringsplattformen Billecta 125 mkr. Det motsvarar en CAGR för sparplattformen på 25% och för faktureringsplattformen på 31% från våra 2023-estimat. Båda segmenten förväntas nå en EBIT-marginal om minst 27%.

Att prognostisera avskrivningarna per segment är lite osäkert då det inte är specificerat i balansräkningen hur mycket av tillgångarna som tillhör respektive segment. Därför har vi räknat på gruppens totala avskrivningar, dragit av de koncerngemensamma och sedan delat prorata beroende på segmentets andel av omsättningen. På grund av de koncerngemensamma avskrivningarna skiljer sig gruppens EBIT-marginal från segmentens, då de ökar kostnaderna på gruppnivå. De koncerngemensamma avskrivningarna beror på tidigare genomförda förvärv.

Sparplattformen, SaveLend

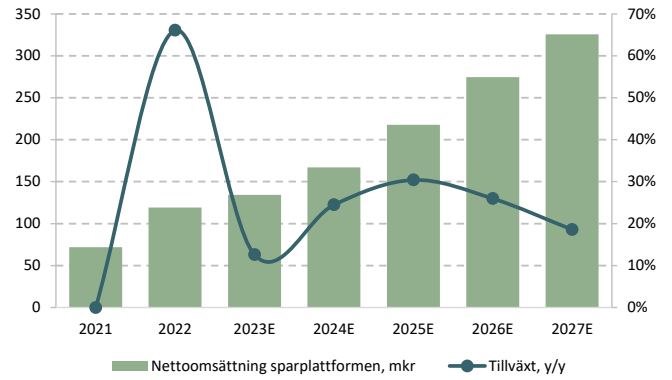
Sparplattformen har som mål att omsätta 325 mkr år 2027 med en EBIT-marginal på minst 27%. För att nå omsättningsmålet krävs en tillväxt på 25% per år utifrån våra prognoser 2023e. SaveLend har med Flex och fler anslutna kreditgivare en stabil tillgång på krediter som kan möta mer sparkapital på plattformen. Således är det viktigaste för fortsatt tillväxt att öka kapitalinflödet till plattformen.

Under 2023 har den höga inflationen med efterföljande ränteuppgång gjort att många sparare haft mindre pengar att investera, vilket lett till lägre inflöde på plattformen än tidigare. Mönstret återfinns på flera sparplattformar, oavsett om de gäller aktier eller P2P-aktörer. Vi räknar med att detta kommer att hålla i sig under inledningen av 2024, men att de förväntat lägre räntorna mot slutet av året mjukar upp marknaden. Samtidigt fortsätter SaveLend att förbättra sitt sparerbjudande, vilket tillsammans med att den nya organisationen blivit varma i kläderna bör leda till nytt kapitalinflöde. Därför räknar vi med högre tillväxt under 2025. Under 2024 kommer förvärvet av Lendify att ge full effekt, vi räknar med att det bidrar med ca 2 mkr per kvartal.

Då SaveLend fortfarande är relativt små kan det gå snabbt att växa. Om en institutionell aktör, family office eller liknande, likt tyska nordIX AG, väljer att investera i SaveLends erbjudande kan AUM snabbt öka. Att nå detta kapital underlättas av en expansion i Europa, vilket bolaget har förberett för under 2023. När det totala kapitalet på plattformen stiger ökar också möjligheterna att få in större summor. Det beror på att större investerare generellt inte vill utgöra en för stor del av det totala AUM:et samtidigt som de vill investera större summor för att det ska vara värt det.

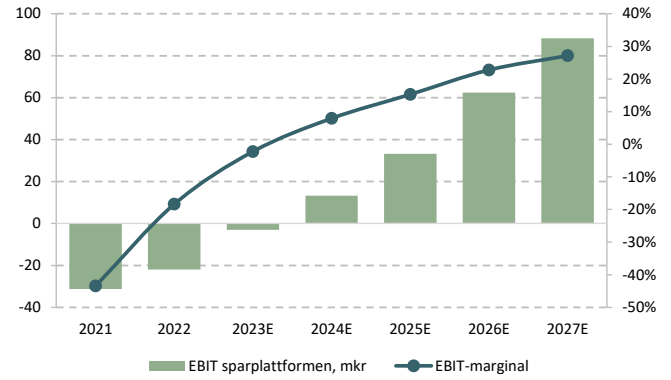
Affärsmodellen är mycket skalbar eftersom plattformen automatiskt matchar kapital på sparplattformen med krediter som matchar spararens preferenser. Vid fortsatt tillväxt är det främst kundtjänst, utvecklare för att fortsätta utveckla erbjudandet och sälj som kommer att adderas. Därför förväntar vi oss att EBIT följer nettoomsättningens utveckling och anser att marginalmålet om 27% är rimligt. Under 2023 har SaveLend ökat sitt lönsamhetsfokus, vilket har givit resultat. Under Q1-Q3'23 steg vinsten kraftigt jämfört med samma period året innan. Med fortsatt stigande omsättning förväntar vi oss fortsätta se samma utveckling under kommande år.

Kapital in på plattformen är det mest kritiska för tillväxt



Källa: SaveLend, Carnegie research

Plattformen är automatisk och skalbar



Källa: SaveLend, Carnegie research

Fakturaplattformen, Billecta

Fakturaplattformen har som mål att omsätta 125 mkr år 2027 med en EBIT-marginal på minst 27%. För att nå omsättningsmålet krävs en årlig tillväxt om 31% utifrån våra prognoser 2023e. Billecta har visat att deras plattform är mycket skalbar och lönsam även med mindre kunder. För att öka omsättning och vinst är det således viktigt att öka antalet skickade fakturor och behålla en god kostnadskontroll.

För att ta Billecta till nästa nivå och nå dess fulla potential har en ny dedikerad CEO samt en COO tillsatts. CEO har tidigare erfarenhet av att ha skalat upp säljorganisationer på B2B-bolag och COO har en gedigen techbakgrund från bolag som exempelvis Google. Därmed tillkommer en person med erfarenhet av sälj och en person som ser till att övriga funktioner fungerar som de ska.

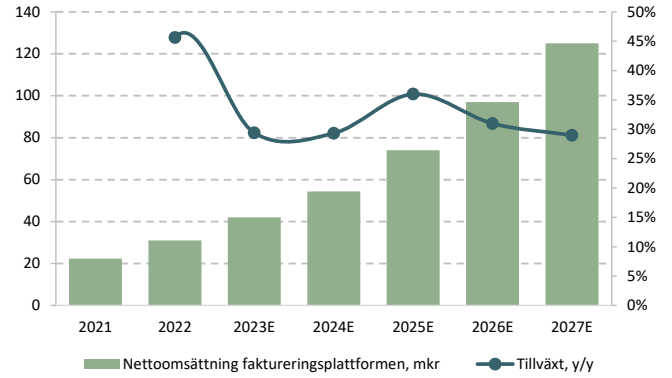
Under hösten meddelade Billogram att de slutar att serva småbolag och att dessa kunder istället kommer att servas av Fortnox. Det beror på att det med deras plattform inte varit tillräckligt lönsamt. I viss utsträckning minskar det konkurrens på marknaden då Billogram var en direkt konkurrent till Billecta. Förändringen visar också att Billectas plattform är effektivare då de uppvisat goda marginaler under en längre tid med en liknande kundbas.

För att fortsätta att växa lönsamt anser vi att det är viktigt att Billecta fortsätter att fokusera på kunder inom segment som skickar likadana fakturor ofta. Det beror på att det för denna kundgrupp är lättare att visa potentiella kunder hur mycket effektivare och kostnadsbesparande Billectas tjänst är. Denna typ av kunder återfinns exempelvis i bolag som skickar månadsfakturor. Det kan vara fastighetsägare, elbolag, telekom- eller bredbandsbolag. I tider när många företag vill minska sina kostnader och effektivisera så mycket som möjligt bör Billectas erbjudande vara extra intressant. Det som kan utgöra motstånd i sådana tider är att riskviljan är lägre vilket kan skapa motstånd att testa något nytt.

Med en ny organisation och ökat säljfokus ser vi ingen anledning till att Billecta inte ska kunna hålla samma tillväxttakt under 2024 som under 2023. Under 2025 räknar vi med att kombinationen av att organisationens säljarbete och lägre räntor som lättar upp affärsklimatet ökar tillväxttakten ytterligare. Det som gör det utmanande att prognostisera Billecta är att intäkterna kan ta ett stort kliv om de adderar en ny stor kund. Således kan utvecklingen bli hackigare än vad vi prognostiserat.

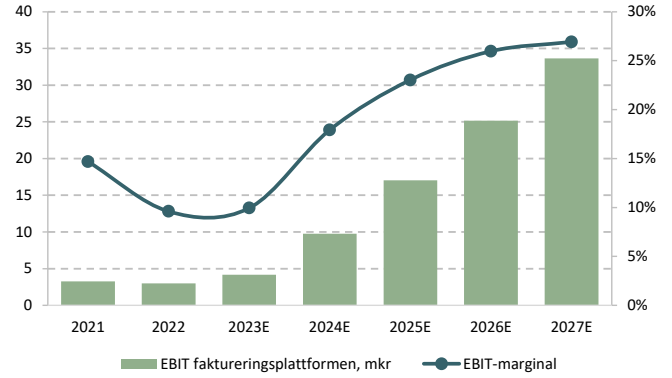
Faktureringsplattformen har varit lönsam sedan den förvärvades. Även denna plattform är automatiserad och med det mycket skalbar. När man fakturerar mer och ökar intäkterna ska inte de operativa kostnaderna behöva öka i samma takt. Att vi inte sett detta under 2022 och 2023 beror på att man under denna period byggde upp organisationen, något som därför inte ska behövas i samma utsträckning framgent. Därför förväntar vi oss att under 2024 och framåt se en marginalexpension.

Ny organisation och fortsatt fokus på kärnsegment är det som ska driva tillväxten



Källa: SaveLend, Carnegie research

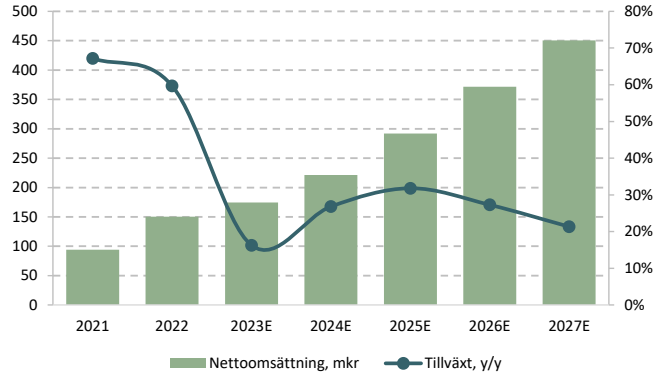
Byggde upp organisationen under 2022 och 2023 som vi bör se effekterna av framöver



Källa: SaveLend, Carnegie research

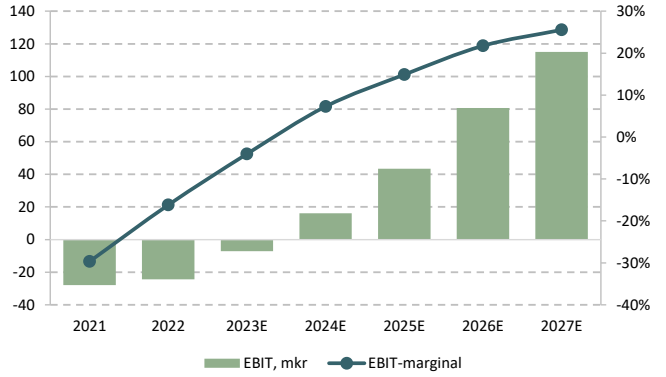
Gruppen

Omsättningen är en funktion av utvecklingen för SaveLend och Billecta



Källa: SaveLend, Carnegie research

Gruppen påverkas negativt av koncernens avskrivningar på förvärv, vilket gör att marginalen är något lägre



Källa: SaveLend, Carnegie research

Prognosförändringar, gruppen

Den främsta förändringen vi gör är att sänka tillväxttakten och det är den effekten som vi ser på marginalförändringen. Vi håller de totala rörelsekostnaderna så gott som intakta, men med en lite annan fördelning jämfört med tidigare prognoser.

Sänker tillväxttakten till följd av att inflation och högre ränta lett till att investerare inte har lika mycket kapital att investera

	Nya prognoser			Gamla prognoser			Förändring (%)		
SEKm	**2023E**	**2024E**	**2025E**	**2023E**	**2024E**	**2025E**	**2023E**	**2024E**	**2025E**
Nettoomsättning	175	221	292	175	228	313	0%	-3%	-7%
Kostnad sålda varor	-19	-22	-27	-19	-23	-28	0%	-3%	-6%
Bruttoresultat	**155**	**199**	**265**	**156**	**205**	**285**	**0%**	**-3%**	**-7%**
Bruttomarginal	***88,9%***	***90,0%***	***90,9%***	***88,9%***	***90,0%***	***90,9%***	***0,0 pp***	***0,0 pp***	***0,0 pp***
Marknadsföringskostnader	-42	-54	-73	-43	-57	-78	-1%	-5%	-6%
Övriga externa kostnader	-34	-35	-41	-34	-36	-41	0%	-3%	1%
Personalkostnader	-77	-83	-92	-77	-81	-86	0%	2%	8%
Övriga rörelsekostnader	16	13	8	16	11	8	0%	21%	3%
EBITDA, justerad	**17**	**40**	**66**	**17**	**41**	**88**	**-2%**	**-3%**	**-24%**
EBITDA-marg.	***9,7%***	***17,9%***	***22,7%***	***9,8%***	***17,9%***	***28,0%***	***-0,1 pp***	***-0,1 pp***	***-5,3 pp***
Totala av-/nedskrivningar	-24	-23	-23	-24	-23	-21	0%	1%	9%
EBIT, justerad	**-7**	**16**	**43**	**-7**	**18**	**67**	**N.m.**	**-9%**	**-35%**
EBIT-marg.	***Neg***	***7%***	***15%***	***Neg***	***8%***	***21%***	***N.m.***	***-0,5 pp***	***-6,4 pp***

Källa: Carnegie research

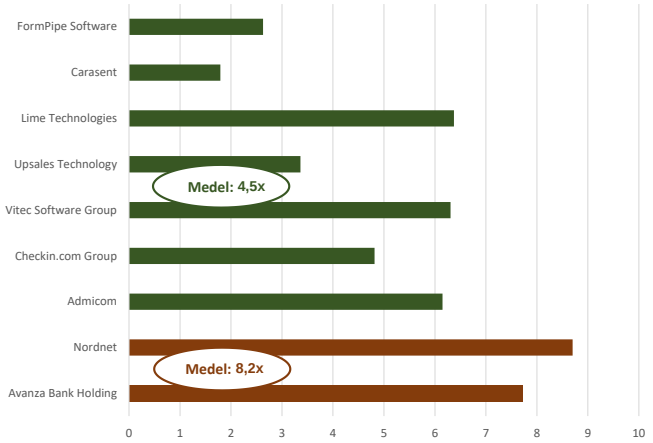
Värdering

Vi fortsätter använda Sum-of-the-Parts (SOTP) baserat på EV/S på våra försäljningsprognoser som värderingsmetod.

Sparplattformen, SaveLend, väljer vi att jämföra med nätbankerna Avanza och Nordnet då vi anser att dessa har liknande huvudverksamhet – sparande på den egna sparplattformen. Alla tre bolagen riktar sig mot samma målgrupp, men med ett par väsentliga skillnader; Avanza och Nordnet behöver inte finna en motpart till det investerade kapitalet. Dessutom har Avanza och Nordnet ett långt track-record, starka varumärken och hög lönsamhet. Därmed är en rabatt motiverad jämfört Avanza och Nordnets multiplar, som idag uppgår till i snitt EV/S 8,2x för 2024.

Till följd av ovan nämnda skillnader, att vi ser fortsatt oro på kreditmarknaden samt för att sparplattformen inte uppvisat lika stark utveckling som tidigare, väljer vi att sätta en rabatt på 70% jämfört Avanza och Nordnet. Rabatten kommer att justeras när vi ser att SaveLend åter uppvisar samma utveckling som tidigare. Detta innebär en EV/Sales-multipel på 2,5x för SaveLend. Applicerar vi det på vår prognos för 2024 får vi ett motiverat värde om 7,7 kr per aktie.

Jämförelsebolag



Källa: Factset, Carnegie research

Känslighetsanalys SaveLend

EV/Sales	SaveLend sales mkr, 2024e				
	150	**159**	**167**	**175**	**184**
1,9	5,2	5,5	5,8	6,1	6,4
2,2	6,1	6,4	6,7	7,1	7,4
2,5	6,9	7,3	**7,7**	8,1	8,5
2,8	7,8	8,2	8,6	9,1	9,5
3,1	8,6	9,1	9,6	10,0	10,5

Källa: Factset, Carnegie research

För faktureringsplattformen Billecta, vars kärnverksamhet är automatiserad, anser vi att detta segment bör värderas som SaaS-bolag. I denna jämförelsegrupp har vi valt nordiska SaaS-bolag, se bild ovan för urval. Dessa handlar idag i snitt till EV/Sales 4,5x för 2024. Då Billecta presterar så pass bra tillväxt och marginaler väljer vi att inte sätta rabatt mot jämförelsegruppen. Vi sätter således en EV/Sales-multipel på 4,5x på våra omsättningsprognoser för 2024e, vilket ger ett motiverat värde om 4,6 kr per aktie.

Känslighetsanalys Billecta

EV/Sales	Billecta sales mkr, 2024e				
	49	**52**	**54**	**57**	**60**
3,9	3,6	3,8	4,0	4,1	4,3
4,2	3,8	4,0	4,3	4,5	4,7
4,5	4,1	4,3	**4,6**	4,8	5,0
4,8	4,4	4,6	4,9	5,1	5,4
5,1	4,7	4,9	5,2	5,4	5,7

Källa: Factset, Carnegie research

När vi adderar de två segmentens värderingar ser vi ett värde för hela SaveLend på 12,2 kr per aktie och vi behåller därmed vårt motiverade värde om 12-13 kr per aktie.

Koncernens värdering

	Omsättning 2024e mkr	Peers multipel	Rabatt	Multipel	Motiverat värde
SaveLend	167	8,2	70%	2,5	7,7
Billecta	54	4,5	0%	4,5	4,6
Totalt					12,2

Källa: Carnegie research

DCF

Nedan visas vår DCF utifrån vår prognostiserade utveckling.

Valuation output	
Sum of PV of FCF (explicit period)	527 875
PV of terminal value (perpetuity formula)	333 520
Enterprise value	**861 394**
Latest net debt	11 200
Minority interests & other	0
Equity value	**850 194**
No. of shares outstanding (thousand)	53 553
Equity value per share (SEK)	**15,9**

Implicit multipl.	2022	2023	2024
EV/Sales	5,7	4,9	3,9
EV/EBITDA	-217,1	50,8	21,8
EV/EBIT	-35,4	-121,8	53,5
EV/NOPLAT	-44,6	-153,4	67,4
Current Share price			5,5

WACC assumptions	
Risk free nominal rate	2,5%
Risk premium	5,5%
Extra risk premium	6,0%
Beta	1,0
Cost of equity	14,0%
Cost of debt (pre-tax)	6,0%
Tax rate	21%
Target debt/(debt + equity)	0%
WACC	14,0%

Terminal value assumptions	
Long term growth rate	3,0%
Long term EBIT margin	20,0%
Depreciation (% of sales)	4,0%
Capex (% of sales)	5,0%
Working cap. (% of sales)	1,0%
Tax rate	20,6%

Sensitivity analysis

WACC \ Long-term growth rate	2,0%	2,5%	3,0%	3,5%	4,0%
13,0%	16,7	17,2	17,7	18,3	19,0
13,5%	15,8	16,3	16,8	17,3	17,9
14,0%	15,0	15,4	**15,9**	16,3	16,9
14,5%	14,3	14,7	15,1	15,5	15,9
15,0%	13,7	14,0	14,3	14,7	15,1

WACC \ Long-term EBIT margin	15,0%	17,5%	20,0%	22,5%	25,0%
13,0%	15,0	16,4	17,7	19,1	20,5
13,5%	14,2	15,5	16,8	18,0	19,3
14,0%	13,5	14,7	**15,9**	17,1	18,2
14,5%	12,9	14,0	15,1	16,2	17,3
15,0%	12,3	13,3	14,3	15,3	16,4

Källa: Carnegie research

Resultaträkning

	2019	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e	2026e
Nettoomsättning	**45**	**56**	**94**	**150**	**175**	**221**	**292**	**371**
Kostnad sålda varor	-4	-5	-10	-22	-19	-22	-27	-34
Bruttoresultat	**41**	**51**	**84**	**128**	**155**	**199**	**265**	**338**
Försäljningskostnader	-13	-19	-38	-46	-42	-54	-73	-93
Administrationskostnader	-21	-29	-43	-72	-77	-83	-92	-101
Övriga rörelsekostnader	-9	-11	-21	-14	-19	-22	-33	-43
EBITDA	**-1**	**-7**	**-6**	**-3**	**17**	**40**	**66**	**100**
Jämförelsestörande poster	0	0	12	1	0	0	0	0
EBITDA, justerad	**-1**	**-7**	**-18**	**-4**	**17**	**40**	**66**	**100**
Avskrivningar	-6	-7	-10	-20	-24	-23	-23	-21
EBITA, justerad	**-7**	**-14**	**-28**	**-24**	**-7**	**16**	**43**	**79**
EBIT	**-7**	**-14**	**-16**	**-23**	**-7**	**16**	**43**	**79**
EBIT, justerad	**-7**	**-14**	**-28**	**-24**	**-7**	**16**	**43**	**79**
Finansnetto	-2	-1	-1	-2	-2	-2	-2	-2
Resultat före skatt	**-9**	**-15**	**-17**	**-25**	**-9**	**14**	**41**	**77**
Resultat före skatt, justerad	**-9**	**-15**	**-29**	**-26**	**-9**	**14**	**41**	**77**
Total skatt	1	1	1	-2	-2	-2	-9	-18
Nettoresultat	**-8**	**-14**	**-17**	**-27**	**-11**	**12**	**32**	**59**
Nettoresultat, justerad	**-8**	**-14**	**-29**	**-28**	**-11**	**12**	**32**	**59**
Intäktstillväxt	*-*	*26%*	*67%*	*60%*	*16%*	*27%*	*32%*	*27%*
Bruttomarginal	*91,5%*	*90,6%*	*89,2%*	*85,1%*	*88,9%*	*90,0%*	*90,9%*	*91,0%*
EBIT-marginal, justerad	*Neg.*	*Neg.*	*Neg.*	*Neg.*	*Neg.*	*7,3%*	*14,9%*	*21,3%*
EPS, justerad	*-2,44*	*-4,10*	*-0,60*	*-0,54*	*-0,21*	*0,22*	*0,59*	*1,11*
EPS-tillväxt, justerad	*-*	*N.m.*	*N.m.*	*N.m.*	*N.m.*	*N.m.*	*>100%*	*87%*

Källa: SaveLend Group, Carnegie

Kassaflödesanalys

	2019	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e	2026e
EBIT	-7	-14	-16	-23	-7	16	43	79
Övriga kassaflödesposter	7	6	-3	9	20	19	11	1
Förändringar i rörelsekapital	-7	-5	-3	11	-3	-6	-3	-2
Kassaflöde från den operationella verksamheten	**-8**	**-13**	**-22**	**-3**	**10**	**30**	**51**	**78**
Investeringar i anläggningstillgångar	0	0	-3	-3	-2	-3	-3	-4
Investeringar i immateriella anläggningstillgångar	-4	-7	-8	-21	-13	-13	-8	-5
Övrigt Kassaflöde från investeringar	0	-11	-30	41	0	0	0	0
Kassaflöde från investeringsverksamhet	**-4**	**-18**	**-42**	**17**	**-16**	**-16**	**-11**	**-9**
Fritt kassaflöde	**-12**	**-31**	**-63**	**14**	**-6**	**14**	**40**	**69**
Förvärv och avyttringar	0	0	1	-10	-2	-4	-4	-4
Nyemission / återköp	16	1	50	33	0	0	0	0
Förändring av skulder	4	29	44	87	0	0	0	0
Utdelningar	0	0	0	0	0	0	-16	-36
Övriga poster	-4	-5	-12	-127	-7	0	0	0
Kassaflöde från finansieringsverksamhet	**16**	**25**	**82**	**-17**	**-9**	**-4**	**-20**	**-39**
Kassaflöde	**4**	**-6**	**19**	**-3**	**-14**	**10**	**20**	**30**
Nettoskuld	**-6**	**-2**	**-15**	**0**	**-7**	**-16**	**-30**	**-53**

Källa: SaveLend Group, Carnegie

Balansräkning

	2019	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e	2026e
TILLGÅNGAR								
Goodwill	33	33	40	57	57	57	57	57
Övriga immateriella tillgångar	23	24	59	83	96	88	75	61
Materiella anläggningstillgångar	3	2	4	3	3	4	5	7
Finansiella anläggningstillgångar	1	16	46	5	5	5	5	6
Övriga anläggningstillgångar	0	0	2	0	0	0	0	0
Summa anläggningstillgångar	**60**	**75**	**150**	**149**	**162**	**154**	**143**	**131**
Kundfordringar	6	13	17	5	7	8	12	14
Övriga omsättningstillgångar	33	31	104	149	86	115	159	208
Likvida medel och kortfristiga placeringar	10	4	23	20	19	29	44	70
Summa omsättningstillgångar	**48**	**48**	**144**	**174**	**111**	**152**	**216**	**292**
SUMMA TILLGÅNGAR	**109**	**124**	**294**	**323**	**273**	**307**	**358**	**423**
EGET KAPITAL OCH SKULDER								
Eget kapital	54	40	80	106	95	107	123	147
Summa eget kapital	**54**	**40**	**80**	**106**	**95**	**107**	**123**	**147**
Långfristiga räntebärande skulder	0	0	2	12	5	5	5	5
Långfristiga leasingskulder	2	1	2	1	1	1	1	1
Övriga långfristiga skulder	8	25	64	15	30	26	22	18
Summa långfristiga skulder	**10**	**26**	**68**	**27**	**36**	**32**	**28**	**24**
Kortfristiga räntebärande skulder	0	0	2	6	3	3	5	6
Leverantörsskulder	3	4	9	9	10	10	12	13
Kortfristiga leasingskulder	1	1	2	2	3	3	4	5
Övriga kortfristiga skulder	40	52	133	173	126	152	188	229
Summa kortfristiga skulder	**45**	**57**	**146**	**190**	**142**	**168**	**208**	**253**
SUMMA EGET KAPITAL OCH SKULDER	**109**	**124**	**294**	**323**	**273**	**307**	**358**	**423**

Källa: SaveLend Group, Carnegie

Tillväxt och marginaler

	2019	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e	2026e
Intäktstillväxt	-	26%	67%	60%	16%	27%	32%	27%
EBITDA-tillväxt, justerad	-	N.m.	N.m.	N.m.	N.m.	>100%	68%	51%
EBIT-tillväxt, justerad	-	N.m.	N.m.	N.m.	N.m.	N.m.	>100%	83%
EPS-tillväxt, justerad	-	N.m.	N.m.	N.m.	N.m.	N.m.	>100%	87%
Bruttomarginal	91,5%	90,6%	89,2%	85,1%	88,9%	90,0%	90,9%	91,0%
EBITDA-marginal	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	9,7%	17,9%	22,7%	27,0%
EBITDA-marginal, justerad	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	9,7%	17,9%	22,7%	27,0%
EBIT-marginal	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	7,3%	14,9%	21,3%
EBIT-marginal, justerad	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	7,3%	14,9%	21,3%
Vinst-marginal, justerad	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	5,3%	10,9%	16,0%

Källa: SaveLend Group, Carnegie

Avkastning

	2019	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e	2026e
ROE, justerad	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	12%	28%	44%
ROCE, justerad	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	14%	34%	53%
ROIC, justerad	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	18%	47%	85%

Källa: SaveLend Group, Carnegie

Kapitaleffektivitet

	2019	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e	2026e
Kundfordringar / totala intäkter	13%	23%	18%	4%	4%	4%	4%	4%
Leverantörsskulder / KSV	84%	76%	86%	41%	54%	45%	44%	39%
Totala kortfristiga skulder / totala kostnader	97%	90%	>100%	>100%	90%	92%	92%	93%
Rörelsekapital / totala intäkter	-11%	-21%	-23%	-18%	-25%	-17%	-10%	-5%
Kapitalomsättningshastighet	0,8x	1,3x	1,1x	1,2x	1,6x	1,9x	2,1x	2,3x

Källa: SaveLend Group, Carnegie

Finansiell ställning

	2019	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e	2026e
Nettoskuld	-6	-2	-15	0	-7	-16	-30	-53
Soliditet	50%	33%	27%	33%	35%	35%	34%	35%
Nettoskuldsättningsgrad	-0,1x	0,0x	-0,2x	0,0x	-0,1x	-0,2x	-0,2x	-0,4x
Nettoskuld / EBITDA	5,7x	0,3x	2,5x	0,0x	-0,4x	-0,4x	-0,5x	-0,5x

Källa: SaveLend Group, Carnegie

Aktiedata

	2019	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e	2026e
EPS	-2,44	-4,10	-0,35	-0,52	-0,21	0,22	0,59	1,11
EPS, justerad	-2,44	-4,10	-0,60	-0,54	-0,21	0,22	0,59	1,11
FCF per aktie	-3,55	-8,64	-1,34	0,27	-0,11	0,26	0,75	1,29
Utdelning per aktie	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,30	0,66
Eget kapital per aktie	16,2	11,7	1,68	2,06	1,78	2,00	2,29	2,74
Antal aktier vid årets slut, m	3,35	3,46	47,5	51,6	53,6	53,6	53,6	53,6
Antal aktier efter utspädning, snitt	3,35	3,54	47,5	52,3	52,9	53,6	53,6	53,6

Källa: SaveLend Group, Carnegie

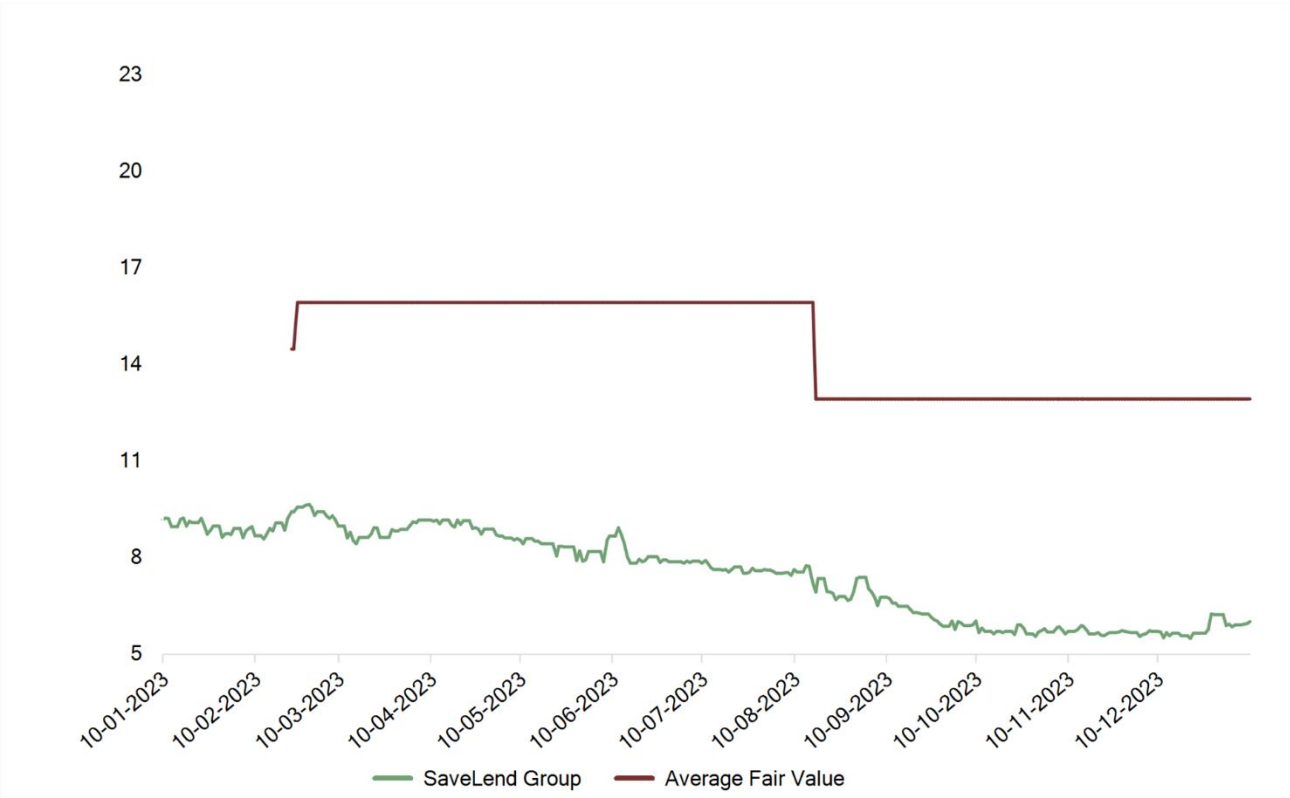
Värdering

	2019	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e	2026e
P/E, justerad	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	25,3x	9,4x	5,0x
P/EK	0,3x	0,5x	4,9x	4,2x	3,3x	2,8x	2,4x	2,0x
P/FCF	Neg.	Neg.	Neg.	32,0x	Neg.	21,5x	7,5x	4,3x
FCF-yield	Neg.	Neg.	Neg.	3%	Neg.	5%	13%	23%
Direktavkastning	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	5,3%	11,9%
Utdelningsandel, justerad	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	50,0%	60,0%
EV/Sales	Neg.	Neg.	4,0x	3,0x	1,8x	1,4x	1,1x	0,8x
EV/EBITDA, justerad	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	18,3x	7,8x	4,7x	3,1x
EV/EBIT, justerad	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	-43,8x	19,3x	7,1x	3,9x
EV	Neg.	Neg.	374	443	310	310	310	310
Aktiekurs	-	-	8,2	8,6	5,6	5,6	5,6	5,6

Källa: SaveLend Group, Carnegie

Aktiekurs och genomsnittligt motiverat värde

SaveLend Group (YIELD SS EQUITY)



Källa: Carnegie, IDC

Disclaimer

Carnegie Investment Bank AB

Carnegie Investment Bank AB (publ.) är en ledande investmentbank med nordiskt fokus. Företagen i Carnegiegruppen, tillsammans ”Carnegie”, adderar värde för institutioner, bolag och privatkunder inom områdena aktiehandel, investment banking och private banking. Carnegie har cirka 600 anställda, med kontor i sex länder.

Penser by Carnegie

I november 2023 förvärvade Carnegie affärsområdet för uppdragsanalys från Erik Penser Bank AB. Detta innefattade den verksamhet under vilken Erik Penser Bank AB t ex har publicerat analystjänsterna Penser Access och Penser Future. Denna verksamhet fortsätter att drivas hos Carnegie under varumärket Penser by Carnegie.

Värdering, metodologi och antaganden

Uppdragsanalys inkluderar analytikerns bedömning av ett motiverat värdeintervall på publiceringsdagen, baserat på olika värderingsmetoder. En ofta förekommande metod är diskonterat kassaflöde, där framtida kassaflöden diskonteras till ett nuvärde. Analytikerna kan även använda sig av andra värderingsmetoder, t ex P/E-tal eller EV/EBIT-multiplar, relativt jämförbara bolag för att få fram ett motiverat värde. För bolag där så är lämpligt, kan ett motiverat värdeintervall också baseras på analytikerns bedömning av en rimlig del av företagets substansvärde. Värdeintervallet representerar analytikerns bedömning vid skrivandet av analysen. För mer information om värderingsmodeller, klicka här.

Uppdateringsfrekvens

Penser by Carnegies aktieanalys består av case-baserad analys, vilket medför att frekvensen av analysrapporter kan variera över tid. Om inte annat uttryckligen sägs i rapporten, uppdateras analysen kvartalsvis eller då det anses nödvändigt av analysavdelningen, t ex i händelse av signifikanta förändringar i marknadsbetingelser, eller vid händelser relaterade till emittenten/det finansiella instrumentet.

Analytiker intyganden

Analytikern, eller analytikerna, ansvarig(a) för innehållet i denna uppdragsanalys intygar, oavsett förekomsten av några potentiella intressekonflikter som hänvisas till häri, att åsikterna som uttrycks i denna uppdragsanalys korrekt återspeglar analytikerns personliga åsikter om bolaget och instrumenten som omfattas. Vidare intygas att analytikern inte har fått, får eller kommer att få direkt eller indirekt ersättning relaterat till specifika rekommendationer eller åsikter i denna uppdragsanalys.

Potentiella intressekonflikter

Carnegie, eller dess dotterbolag, kan från tid till annan utföra investment banking-tjänster för, eller söka investment banking-tjänster eller annan verksamhet från, något bolag nämnt i denna rapport. Varje sådan offentligt tillkännagiven affär, under de senaste 12 månaderna, kommer att hänvisas till i denna uppdragsanalys. Ett regelverk för hantering av intressekonflikter är implementerat i Carnegie. Investment Banking och andra affärsavdelningar i bolaget är omgivna av informationsbarriärer för att begränsa flödet av känslig information. Personer utanför sådana barriärer kan få tillgång till känslig information endast efter att ha iakttagit tillämpliga förfaranden. Ersättningen till personer som är involverade i att förbereda denna uppdragsanalys är inte knuten till investment banking-transaktioner som utförs av bolaget eller en juridisk person inom samma grupp.

Konfidentiell och icke-publik information rörande Carnegie och dess kunder, affärsaktiviteter och andra omständigheter som kan påverka en tillgångs marknadsvärde (”känslig information”) hålls strikt konfidentiell och får aldrig användas på ett otillbörligt sätt.

Interna riktlinjer är implementerade för att säkerställa analytikernas integritet och oberoende. I enlighet med riktlinjerna är analysavdelningen separerad från Investment Banking-avdelningen och det finns inga rapporteringslinjer mellan analysavdelningen och Investment Banking-avdelningen. Riktlinjerna innehåller också regler, som gäller, men inte är begränsade till, följande frågor; kontakter med bolag under täckning, förbud mot att erbjuda gynnsamma rekommendationer, personligt engagemang i bolag under täckning, deltagande i investment banking-aktiviteter, övervakning och granskning av analysrapporter, analytikers rapporteringslinjer och analytikers ersättning.

Andra väsentliga intressekonflikter

Denna rapport har beställts och betalats av emittenten (“issuer-paid research”)

Distributionsbegränsningar

Denna uppdragsanalys tar inte hänsyn till de specifika investeringsmålen, den finansiella situationen eller de särskilda behoven hos någon specifik person som kan komma att ta emot den. Investerare bör söka finansiell rådgivning om lämpligheten att investera i värdepapper som diskuteras i denna uppdragsanalys och bör förstå att uttalanden om framtida utsikter kanske inte förverkligas. Tidigare resultat är inte nödvändigtvis en vägledning för framtida resultat. Carnegie och dess dotterbolag tar inget ansvar för någon direkt skada eller följdskada, inklusive, utan begränsning, någon förlust som uppstår på grund av användningen av denna uppdragsanalys eller dess innehåll. Denna uppdragsanalys får inte reproduceras, distribueras eller publiceras av någon mottagare för något syfte. Dokumentet får inte distribueras till personer som är medborgare i eller bosatta i något land där sådan distribution är förbjuden enligt tillämpliga lagar eller andra föreskrifter.

Denna uppdragsanalys distribueras i Sverige av Carnegie Investment Bank AB. Carnegie Investment Bank AB är en bank med säte i Sverige, med begränsat ansvar, auktoriserad och reglerad av Finansinspektionen. I Finland utges denna uppdragsanalys av Canegie Investment Bank AB, finska filialen. Den finska filialen är auktoriserad av den svenska finansinspektionen (Finansinspektionen) och omfattas av begränsad reglering av finska finansinspektionen (Finanssivalvonta). I Norge ges den här uppdragsanalysen ut av Carnegie AS, ett helägt dotterbolag till Carnegie Investment Bank AB. Carnegie AS regleras av den norska finansinspektionen (Finanstilsynet). I Danmark ges den här uppdragsanalysen ut av Carnegie Investment Branch, danska filialen. Den danska filialen är auktoriserad av den svenska finansinspektionen (FInansinspektionen) och omfattas av begränsad reglering av den danska finansinspektionen (Finanstilsynet).

Denna uppdragsanalys distribueras i USA av Carnegie Inc., en USA-registrerad broker-dealer och medlem av FINRA och SIPC. Carnegies analytiker utanför USA är anställda av icke-amerikanska associerade bolag till Carnegie Inc (“non-US affiliates”) som inte omfattas av FINRA-föreskrifter. Generellt sett är Carnegies analytiker inte registrerade eller kvalificerade som analytiker hos FINRA och är därför inte föremål för de begränsningar som FINRAs regel 2241 är avsedda att förhindra vad gäller intressekonflikter, genom att bland annat förbjuda viss typ av ersättning, begränsa analytikers handel och begränsa kommunikation med företagen som är föremål för analysrapporten.

Analysrapporter som distribueras i USA är avsedda endast för större amerikanska institutionella investerare och amerikanska institutionella investerare som definieras enligt regel 15a-6 i Securities Exchange Act of 1934. Denna uppdragsanalys tillhandahålls endast för informationsändamål och får under inga omständigheter användas eller betraktas som ett erbjudande att sälja eller en uppmaning att köpa några värdepapper.

Rapporter relaterade till aktieinstrument är utarbetade av icke-amerikanska associerade bolag till Carnegie och distribueras i USA av Carnegie Inc. enligt regel 15a-6(a)(3). När rapporten distribueras av Carnegie Inc, tar Carnegie Inc ansvaret för uppdragsanalysen.

Personer i USA som vill genomföra transaktioner baserade på denna uppdragsanalys bör kontakta Carnegie Inc. Investerare i USA bör vara medvetna om att investeringar i icke-amerikanska värdepapper innebär vissa risker. Värdepapperen från icke-amerikanska emittenter är inte alltid registrerade hos, eller omfattas av, de nuvarande informationsrapporterings- och revisionsstandarderna hos US Securities and Exchange Commission

Denna uppdragsanalys har utfärdats i Storbritannien av Carnegie UK, som är den engelska filialen till Carnegie Investment Bank AB. Carnegie UK är auktoriserad och reglerad av Financial Conduct Authority (FCA)

Analysdisclaimer

Denna uppdragsanalys tillhandahålls endast för informationsändamål och får under inga omständigheter användas eller betraktas som ett erbjudande att sälja, eller en uppmaning att köpa eller sälja, något relevant finansiellt instrument. Denna uppdragsanalys har beställts och betalats av emittenten och bör därför betraktas som en marknadsföringskommunikation (dvs inte investeringsrekommendation). Betalning för rapporten har avtalats i förväg på en icke-återbetalningsbar basis. Som uppdragsanalys kan detta material betraktas som en acceptabel mindre icke-monetär förmån enligt MiFID II. Det har inte utarbetats i enlighet med de rättsliga krav som är utformade för att främja oberoende investeringsanalys. Det är dock fortfarande föremål för ett förbud mot handel före spridningen av rapporten.

Carnegie Investment Bank AB är ansvarigt för framställandet av denna uppdragsanalys i Sverige, Finland, Denmark och Storbritannien. Carnegie AS är ansvarigt för framställandet av denna uppdragsanalys I Norge. Carnegie Inc. är ansvarigt för denna uppdragsanalys i USA.

Informationen i denna uppdragsanalys hämtades från olika källor. Medan all rimlig omsorg har tagits för att säkerställa att informationen är sann och inte vilseledande, ger Carnegie ingen representation eller garanti, uttrycklig eller underförstådd, om dess korrekthet eller fullständighet. Carnegie, dess dotterbolag eller någon av deras ledande befattningshavare, anställda eller styrelsemedlemmar kan ha ett innehav i, eller på annat sätt vara intresserade av transaktioner i, värdepapper som direkt eller indirekt är föremål för uppdragsanalys. Alla betydande finansiella intressen som innehas av analytikern, Carnegie eller en juridisk person i samma grupp i förhållande till emittenten kommer att hänvisas till i Företagsspecifika upplysningar härunder samt Intressekonflikter på rapportens förstasida.

Företagsspecifika upplysningar

Delar av denna uppdragsanalys kan ha lämnats till emittenten före dess publicering

Copyright © 2024 Carnegie

Carnegie Investment Bank AB
Regeringsgatan 56
SE-103 38 Stockholm
Tel +46 8 676 88 00 Fax +46 8 676 88 95