



Penser Access by Carnegie

Övriga finansiella tjänster | Sverige | 17 maj 2024

SaveLend Group

Lägre omsättningstillväxt men högre bruttomarginal

Minskande omsättning, men tydligt förbättrad bruttomarginal

Inledningen av 2024 uppvisade lägre tillväxt än vi räknat med för året. Gruppens omsättning minskade med 10% y/y och kan hänföras till sparplattformen. Anledningen är bolagets fortsatt långsiktiga strategi att öka de återkommande intäkterna, lönsamheten och lägre försäljningsvolymen inom segmentet konsumentkredit. Segmentet minskade till följd av höjda krav i kreditbedömningen. De högre kraven minskade både utlåning och förmedling inom segmentet. Rörelsekostnaderna var oförändrade och bolaget fortsätter att arbeta med effektiviseringar för att minska dessa ytterligare. Bruttomarginalen steg till 91% (88), vilket visar på skalbarheten som finns i affärsmodellen. Om bolaget kan bibehålla eller till och med sänka kostnaderna samtidigt som de adderar tillväxt får det stor effekt på lönsamheten.

Sänker tillväxten, men ser god skalbarhet

Ledningen signalerar tydligt att deras mål är att säkerställa en stabil och hög avkastning till sina sparare. Om detta kostar lite tillväxt under något kvartal är de villiga att göra den uppoffringen. För att SaveLend ska fortsätta växa är spararnas förtroende det absolut viktigaste och vi är därför positiva till detta långsiktiga synsätt. Det är av denna anledning som de ökat kreditkraven ytterligare, samt söker nya lösningar för att diversifiera erbjudandet med nya kredittyper, som exempelvis ett utökat erbjudande inom företagslån. Detta gör att vi förväntar oss lägre tillväxttakt under året, men är fortsatt positiva till framtiden, av flera anledningar. Dels gynnar räntesänkningar bolagets erbjudande, då avkastningen med deras strategier blir attraktivare, dels för att Finland i april lanserade ett nationellt kreditregister som underlättar kreditupplysning och dels för att det nya fasträntekontot och en breddad kreditportfölj då kommit igång mer.

Räknar med stigande tillväxttakt under andra halvan av 2024

Vi räknar med att tillväxten kommer att stiga under resterande del av året, vilket tack vare höga bruttomarginaler och fortsatt god kostnadskontroll får stor påverkan på resultat och kassaflöde. Vi räknar därför med att det inte kommer att behövas ytterligare kapital, men ser en ökad risk. Som följd av detta och lägre omsättningsestimat sänker vi vårt motiverade värde till 8-10 kr per aktie från tidigare 11,5-12,5.

Estimatändring	2024		
	24e	25e	26e

Totala intäkter	-12,9%	-12,6%	-9,9%
EBITDA, just.	-34,3%	-20,1%	-15,0%
EPS, just.	N.m.	N.m.	N.m.

Kommande händelser

Q2 - rapport	15 augusti 2024
Q3 - rapport	13 november 2024

Bolagsfakta (mkr)

Antal aktier	54m
Börsvärde	116
Nettoskuld	30
EV	146
Free float	62%
Daglig handelsvolym, snitt	86k
Bloomberg Ticker	YIELD SS EQUITY

Analytiker

Hugo Lisjo	
hugo.lisjo@carnegie.se	

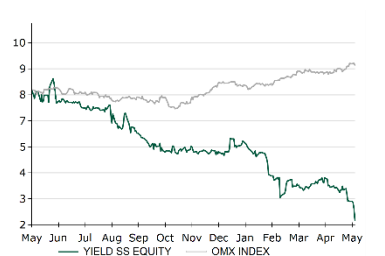
Prognos (mkr)	2024			
	2023	2024e	2025e	2026e

Totala intäkter	170	180	243	319
Tillväxt	13%	6%	35%	31%
EBITDA, just.	4	24	51	84
EBIT, just.	-20	-2	26	61
EPS, just.	-0,2	-0,1	0,3	0,8
EPS-tillväxt, just.	N.m.	N.m.	N.m.	144%
EK/aktie	1,7	1,7	1,8	2,2
Utdelning per aktie	0,0	0,0	0,2	0,5
EBIT-marginal	Neg.	Neg.	10,9%	19,1%
ROE, just.	Neg.	Neg.	19,8%	42,2%
ROCE, just.	Neg.	Neg.	24,3%	48,9%
EV/Sales	1,8x	0,8x	0,6x	0,5x
EV/EBITDA	84,9x	6,1x	2,8x	1,7x
EV/EBIT	Neg.	Neg.	5,5x	2,4x
P/E, just.	Neg.	Neg.	6,3x	2,6x
P/EK	3,4x	1,3x	1,2x	1,0x
Direktavkastning	0,0%	0,0%	8,0%	23,4%
FCF yield	Neg.	Neg.	16%	42%
Nettoskuld/EBITDA	0,7x	0,7x	0,2x	-0,1x

Värde och risk	
----------------	--

Motiverat värde	8,0 - 10,0 kr
Aktiekurs	2,2 kr
Riskenivå	Medel

Kursutveckling 12 mån



Intressekonflikter

	Yes	No
Likviditetsgarant		✓
Certified adviser		✓
Transaktioner 12m		✓

Investment case

SaveLend Group har två kärnverksamheter – en sparplattform och fakturerings tjänster. 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 en investering i ungefär 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 koncernens bolag 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- och 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 för SaveLend om 4,7 kr och för Billecta om 5,2 kr, vilket ger ett totalt värde om 9,9 kr för koncernen. Vi ser därmed ett motiverat värde om 8-10 kr per aktie.

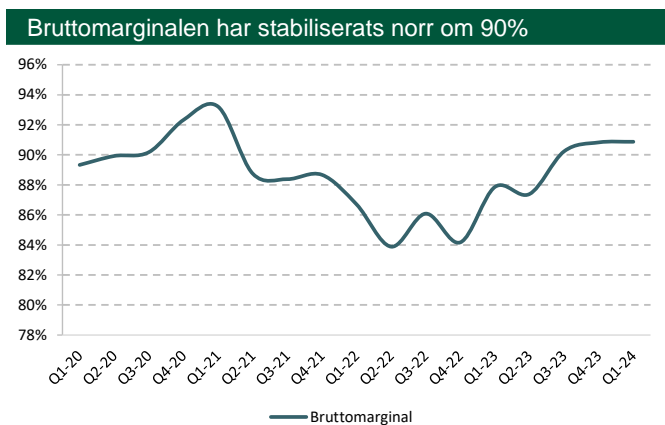
Kvartalet i korthet

Långsiktighet genomsyrar förändringar och ledningens kommunikation

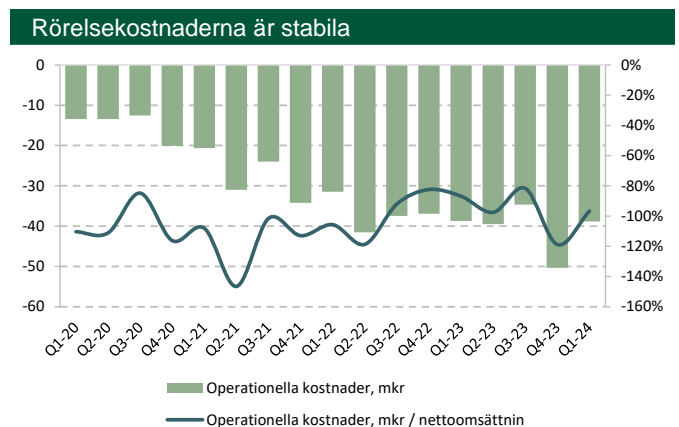
Det finns fortsatt vissa svårigheter att följa den underliggande verksamheten då de förändringar som genomfördes under 2023 inte hunnit få fullt genomslag under jämförelsekvartalet. Det är ändå tydligt att bolaget förändrat kreditbedömningen för vissa kreditgrupper, vilket har påverkat omsättningen för kvartalet negativt. Både de förändringar som genomfördes under 2023, då bolaget bland annat ändrade intäktsmodell till en mer återkommande modell, samt kreditbedömningsförändringen visar att ledningen tänker mer långsiktigt. Konsekvenserna blir lägre omsättning i närtid. Förändringen i intäktsmodellen innebär en jämnare intjäning över kreditens livstid, men lägre under det enskilda kvartalet. Detsamma gäller kreditbedömningen. Trovärdighet är det absolut viktigaste för SaveLend som varumärke. Därför är vi positiva till att de gör dessa förändringar för att säkerställa spararnas avkastning.

Stärkt bruttomarginal och stabila kostnader

Under kvartalet stärktes bruttomarginalen till 91% jämfört med 88% föregående år. Rörelsekostnaderna exklusive avskrivningar har stabiliserats och de kan komma att minska kommande kvartal. Bolaget arbetar vidare med att effektivisera och ser flera kostnadsbesparingar som inte syntes fullt ut i Q1. Den höga bruttomarginalen i kombination med fortsatt stabila eller minskande rörelsekostnader är det som ger affärsmodellen så hög skalbarhet.



Källa: Penser by Carnegie



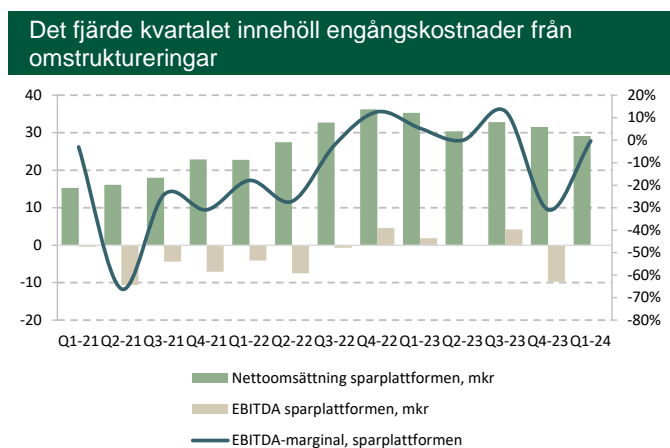
Källa: Penser by Carnegie

Sparplattformen hade viss motvind under kvartalet

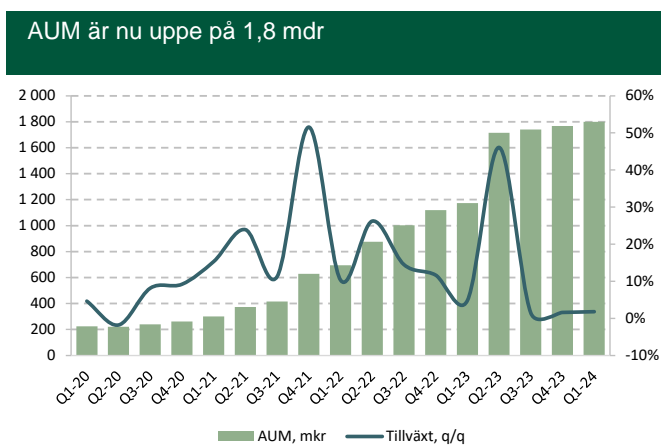
Omsättningen för sparplattformen uppgick till 29 mkr (35). Som tidigare nämnts beror detta både på förändrad intäktsmodell och kreditbedömning. Vi förväntar oss att omsättningen ska vända upp under året. Drivare för detta är den nya sparprodukten SaveLend Fast, som är ett räntekonto där SaveLend säkerställer 6% avkastning till spararen. Spararen låser sina pengar i 12 eller 24 månader och SaveLend investerar dessa i sina sparstrategier. Om investeringarna avkastar mer än 6% behåller SaveLend överskottet och avkastar investeringarna mindre så skjuter SaveLend till kapitalet som fattas. Därför är vi extra positiva till att båda sparstrategierna genererat så jämn och stabil avkastning kring 8%.

En annan drivare under året förväntar vi oss kommer att vara verksamheten i Finland, där bolaget i Q4 meddelade att de genomfört förändringar. Den tyska kreditinvesteraren NordIX har öronmärkt delar av sina senaste insättningar till den finska verksamheten. Vi anser även räntesänkningar vara positivt, samt att många sparare under våren får skatteåterbäring utbetald.

Bruttomarginalen för sparplattformen var hela 96% under kvartalet jämfört med 89% samma period 2023. Därför slår vinsten både upp och ned med omsättningen.



Källa: Penser by Carnegie



Källa: Penser by Carnegie

Regeringen föreslår stärkt konsumentskydd på kreditmarknaden

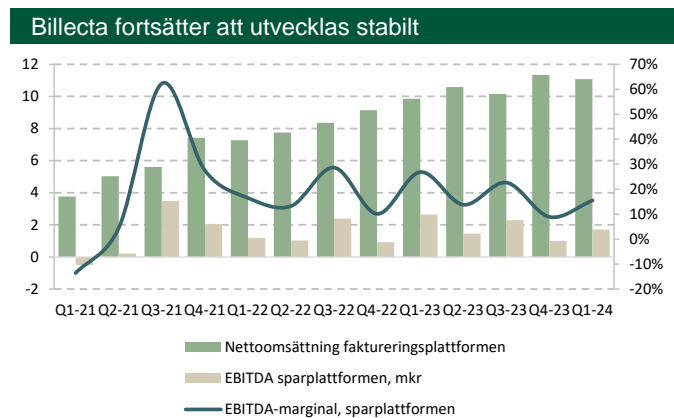
Den 7e maj presenterade regeringen en promemoria om stärkt konsumentskydd på kreditmarknaden. Där föreslås att lagen om viss verksamhet med konsumentkrediter (LVK) ska upphävas och att verksamhetsutövare som lämnar eller förmedlar konsumentkrediter ska behöva tillstånd som kreditinstitut. Anledningen är att man ser en ökad skuldsättning hos svenska hushåll. Förslaget omfattar inte bolån eller krediter som är relaterade till betaltjänster. Lagändringen föreslås träda i kraft den 1 juni 2025 och aktörer som omfattas får bedriva sin verksamhet till och med slutet av juli 2026.

Det är fortfarande oklart om detta kommer att gå igenom och hur det slutgiltiga förslaget kommer att se ut. Då SaveLend bedriver verksamhet inom området kan de komma att omfattas av förändringarna. Då det fortfarande är oklart hur utfallet blir, samt att SaveLends verksamhet består av betydligt fler kreditsegment än bara konsumentkrediter, ser vi i dagsläget inte detta som avgörande för SaveLends utveckling.

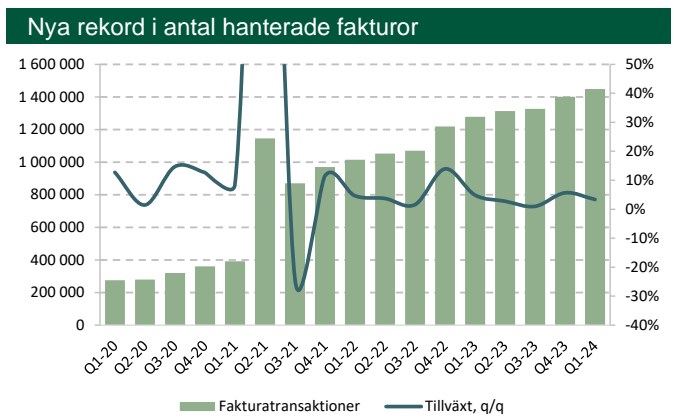
Rekordmånga fakturatransaktioner under det säsongsmässigt svagare första kvartalet

I mars meddelade bolaget att fakturaplattformen Billecta för första gången någonsin hanterat över 500 000 fakturatransaktioner under en enskild månad. Dessutom slog de nytt rekord i antal hanterade fakturatransaktioner under ett enskilt kvartal. Detta är anmärkningsvärt, eftersom Q1 historiskt varit ett säsongsmässigt svagare kvartal.

Verksamheten fortsätter att leverera stabilt och ökade omsättningen med 12% y/y. Churn i segmentet fortsätter att vara under 1%, vilket visar att kunderna är nöjda med tjänsten. Det innebär också att kunderna är med länge och att ROI på försäljningen under kundens livstid är hög.



Källa: Penser by Carnegie

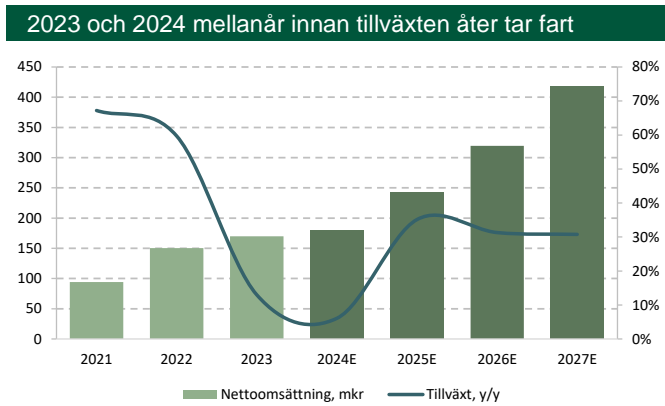


Källa: Penser by Carnegie

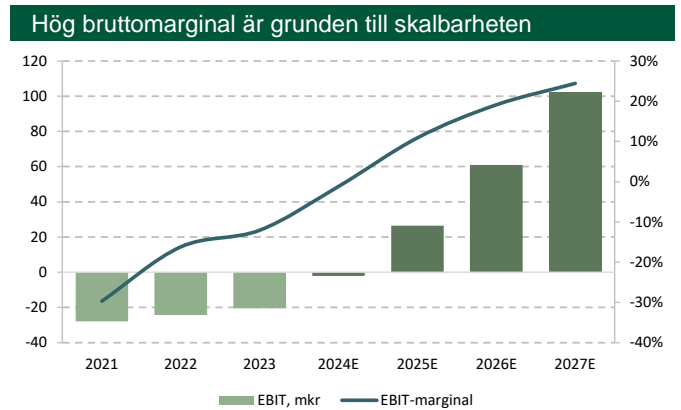
Prognoser och prognosförändringar

Förbättrat marknadsklimat, förändrat erbjudande i Finland samt bredare krediterbjudande driver tillväxten

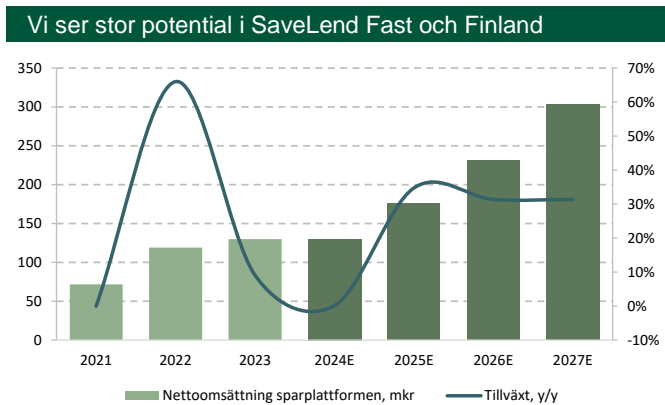
Vi förväntar oss att SaveLend når positivt resultat under H2'24. Då båda plattformarna uppvisar god skalbarhet är det viktigaste att omsättningstillväxten kommer tillbaka i sparplattformen. Under kvartalet såg vi att bolaget fortsätter att arbeta med effektiviseringar, bland annat genom att minska antalet anställda. Vi förväntar oss inte ha sett full effekt av effektiviseringarna än, vilket kommer att bidra till ökad lönsamhet under resten av året.



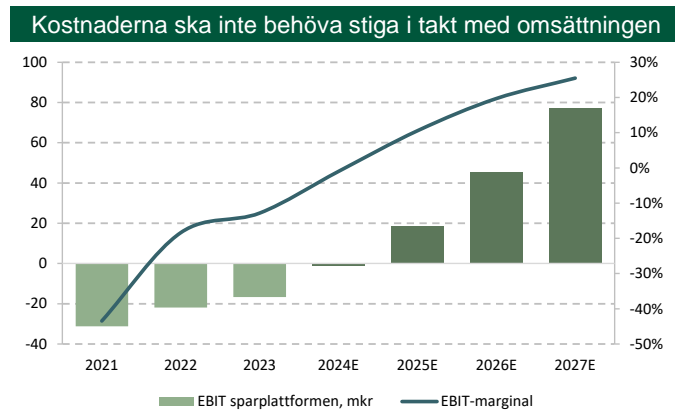
Källa: Penser by Carnegie



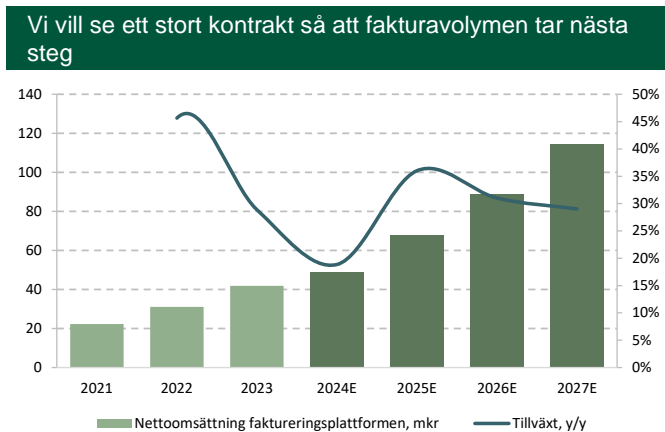
Källa: Penser by Carnegie



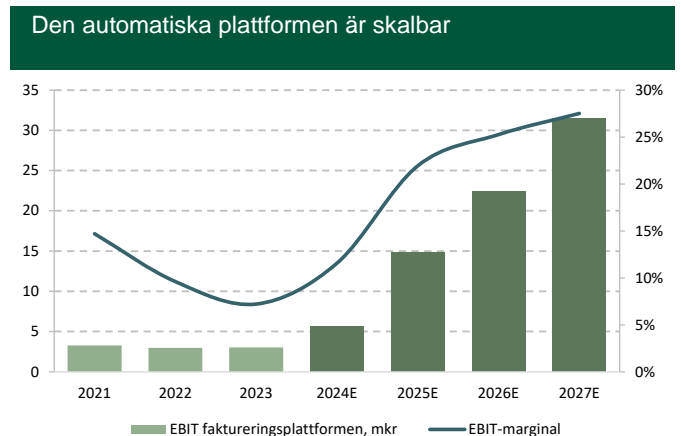
Källa: Penser by Carnegie



Källa: Penser by Carnegie



Källa: Penser by Carnegie



Källa: Penser by Carnegie

Prognosförändringar

Våra prognoser baseras på att tillväxten tar fart under 2025. Skulle tillväxten vara lägre än vi räknar med förväntar vi oss att bolaget anpassar kostnaderna efter omsättningen.

SEKm	Nya prognoser				Gamla prognoser			Förändring (%)		
	2023	2024e	2025e	2026e	2024e	2025e	2026e	2024e	2025e	2026e
Nettoomsättning	170	180	243	319	207	278	355	-13%	-13%	-10%
Kostnad sålda varor	-19	-16	-21	-27	-21	-26	-32	-22%	-19%	-15%
Bruttoresultat	151	164	222	292	186	253	323	-12%	-12%	-9%
Bruttomarginal	89,1%	91,0%	91,4%	91,6%	89,9%	90,8%	91,0%	1,1 pp	0,6 pp	0,5 pp
Marknadsföringskostnader	-45	-45	-62	-83	-49	-69	-87	-10%	-11%	-5%
Övriga externa kostnader	-40	-32	-37	-41	-36	-39	-46	-11%	-7%	-10%
Personalkostnader	-79	-77	-81	-90	-78	-88	-97	-1%	-8%	-7%
Övriga poster	16	14	8	5	14	8	5	0%	0%	0%
EBITDA, justerad	4	24	51	84	36	64	98	-34%	-20%	-15%
EBITDA-marg.	2,2%	13,2%	21,1%	26,1%	17,6%	23,1%	27,7%	-4,3 pp	-2,0 pp	-1,6 pp
Totala av-/nedskrivningar	-24	-26	-25	-23	-26	-25	-23	0%	0%	0%
EBIT, justerad	-20	-2	26	61	10	39	76	N.m.	-33%	-19%
EBIT-marg.	Neg	Neg	11%	19%	5%	14%	21%	-	-3,3 pp	-2,3 pp

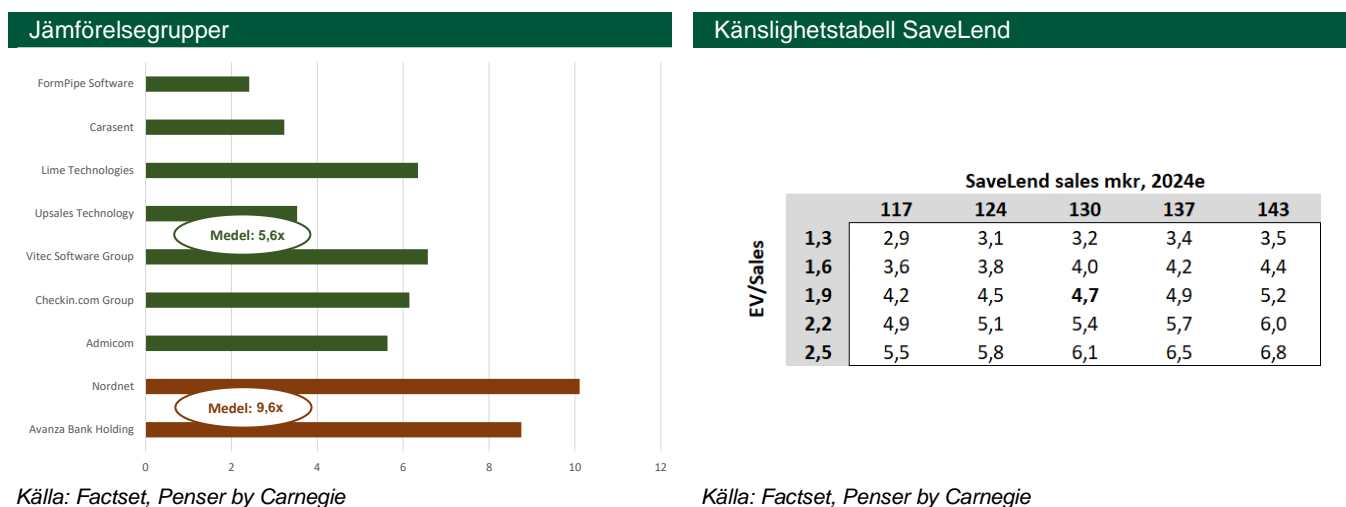
Källa: Penser by Carnegie

Värdering

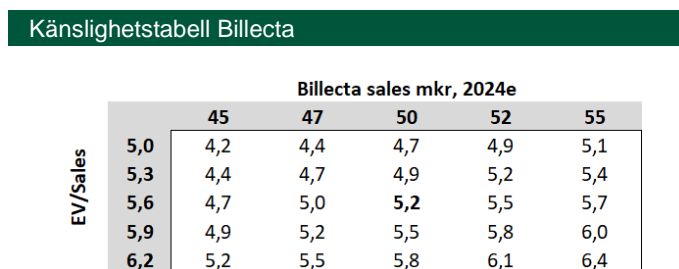
Vi fortsätter att använda Sum-of-the-Parts (SOTP) baserat på EV/S på våra försäljningsprognoser som värderingsmetod.

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 har 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 9,6x för 2024.

Till följd av ovan nämnda skillnader, samt att vi ser en oro på kreditmarknaden och viss regulatorisk och finansiell risk har vi valt att sätta en rabatt på 80% jämfört Avanza och Nordnet. Detta innebär en EV/Sales-multipel på 1,9x för SaveLend. Applicerar vi det på vår prognos för 2024 får vi ett motiverat värde om 4,7 kr per aktie. Stiger lönsamheten ser vi betydande uppsida i vår värdering.



Faktureringsplattformen Billecta, vars kärnverksamhet är automatiserad, anser vi bör värderas som ett SaaS-bolag. I denna jämförelsegrupp har vi valt nordiska SaaS-bolag, se bild ovan för urval. Dessa handlas idag i snitt till EV/Sales 5,6x för 2024. Då Billecta presterar så pass bra tillväxt och EBITDA-marginal väljer vi att inte sätta någon rabatt mot jämförelsegruppen. Vi sätter således en EV/Sales-multipel på 5,6x på våra omsättningsprognoser för 2024, vilket ger ett motiverat värde om 5,2 kr per aktie.



När vi adderar de två segmentens värderingar ser vi ett värde för hela SaveLend på 9,9 kr per aktie. Vi sänker därmed vårt motiverade värde till 8-10 kr per aktie från tidigare 11,5-12,5.

Gruppens värdering

	Omsättning 2024e mkr	Peers multipel	Rabatt	Multipel	Motiverat värde
SaveLend	130	9,6	80%	1,9	4,7
Billecta	50	5,6	0%	5,6	5,2
Totalt					9,9

Källa: Factset, Penser by Carnegie

DCF

Nedan visas DCF:en utifrån vår prognostiserade utveckling.

Figur 1: DCF och känslighetsanalys

Valuation output				WACC assumptions		Sensitivity analysis																																																																																															
Sum of PV of FCF (explicit period)		524 704		Risk free nominal rate	2,5%	<table border="1"> <thead> <tr> <th colspan="2"></th> <th colspan="5">Long-term growth rate</th> </tr> <tr> <th colspan="2"></th> <th>2,0%</th> <th>2,5%</th> <th>3,0%</th> <th>3,5%</th> <th>4,0%</th> </tr> </thead> <tbody> <tr> <th rowspan="5">WACC</th> <th>13,0%</th> <td>18,1</td> <td>18,7</td> <td>19,4</td> <td>20,2</td> <td>21,1</td> </tr> <tr> <th>13,5%</th> <td>17,1</td> <td>17,6</td> <td>18,3</td> <td>18,9</td> <td>19,7</td> </tr> <tr> <th>14,0%</th> <td>16,1</td> <td>16,6</td> <td>17,2</td> <td>17,8</td> <td>18,5</td> </tr> <tr> <th>14,5%</th> <td>15,3</td> <td>15,7</td> <td>16,2</td> <td>16,8</td> <td>17,3</td> </tr> <tr> <th>15,0%</th> <td>14,5</td> <td>14,9</td> <td>15,3</td> <td>15,8</td> <td>16,3</td> </tr> </tbody> </table> <table border="1"> <thead> <tr> <th colspan="2"></th> <th colspan="5">Long-term EBIT margin</th> </tr> <tr> <th colspan="2"></th> <th>15,0%</th> <th>17,5%</th> <th>20,0%</th> <th>22,5%</th> <th>25,0%</th> </tr> </thead> <tbody> <tr> <th rowspan="5">WACC</th> <th>13,0%</th> <td>15,9</td> <td>17,7</td> <td>19,4</td> <td>21,2</td> <td>22,9</td> </tr> <tr> <th>13,5%</th> <td>15,0</td> <td>16,6</td> <td>18,3</td> <td>19,9</td> <td>21,5</td> </tr> <tr> <th>14,0%</th> <td>14,2</td> <td>15,7</td> <td>17,2</td> <td>18,7</td> <td>20,2</td> </tr> <tr> <th>14,5%</th> <td>13,4</td> <td>14,8</td> <td>16,2</td> <td>17,6</td> <td>19,0</td> </tr> <tr> <th>15,0%</th> <td>12,7</td> <td>14,0</td> <td>15,3</td> <td>16,6</td> <td>17,9</td> </tr> </tbody> </table>								Long-term growth rate							2,0%	2,5%	3,0%	3,5%	4,0%	WACC	13,0%	18,1	18,7	19,4	20,2	21,1	13,5%	17,1	17,6	18,3	18,9	19,7	14,0%	16,1	16,6	17,2	17,8	18,5	14,5%	15,3	15,7	16,2	16,8	17,3	15,0%	14,5	14,9	15,3	15,8	16,3			Long-term EBIT margin							15,0%	17,5%	20,0%	22,5%	25,0%	WACC	13,0%	15,9	17,7	19,4	21,2	22,9	13,5%	15,0	16,6	18,3	19,9	21,5	14,0%	14,2	15,7	17,2	18,7	20,2	14,5%	13,4	14,8	16,2	17,6	19,0	15,0%	12,7	14,0	15,3	16,6	17,9
		Long-term growth rate																																																																																																			
		2,0%	2,5%	3,0%	3,5%							4,0%																																																																																									
WACC	13,0%	18,1	18,7	19,4	20,2							21,1																																																																																									
	13,5%	17,1	17,6	18,3	18,9							19,7																																																																																									
	14,0%	16,1	16,6	17,2	17,8							18,5																																																																																									
	14,5%	15,3	15,7	16,2	16,8							17,3																																																																																									
	15,0%	14,5	14,9	15,3	15,8							16,3																																																																																									
		Long-term EBIT margin																																																																																																			
		15,0%	17,5%	20,0%	22,5%							25,0%																																																																																									
WACC	13,0%	15,9	17,7	19,4	21,2	22,9																																																																																															
	13,5%	15,0	16,6	18,3	19,9	21,5																																																																																															
	14,0%	14,2	15,7	17,2	18,7	20,2																																																																																															
	14,5%	13,4	14,8	16,2	17,6	19,0																																																																																															
	15,0%	12,7	14,0	15,3	16,6	17,9																																																																																															
PV of terminal value (perpetuity formula)		430 920		Risk premium	5,5%																																																																																																
Enterprise value		955 623		Extra risk premium	6,0%																																																																																																
Latest net debt		35 139		Beta	1,0																																																																																																
Minority interests & other		0		Cost of equity	14,0%																																																																																																
Equity value		920 484		Cost of debt (pre-tax)	6,0%																																																																																																
No. of shares outstanding (thousand)		53 553		Tax rate	21%																																																																																																
Equity value per share (SEK)		17,2		Target debt/(debt + equity)	0%																																																																																																
				WACC	14,0%																																																																																																
Implicit multipl.	2023	2024	2025	Terminal value assumptions																																																																																																	
EV/Sales	5,6	5,3	3,9	Long term growth rate	3,0%																																																																																																
EV/EBITDA	259,0	40,1	18,6	Long term EBIT margin	20,0%																																																																																																
EV/EBIT	-46,6	-448,4	36,1	Depreciation (% of sales)	4,0%																																																																																																
EV/NOPLAT	-58,7	-564,7	45,4	Capex (% of sales)	5,0%																																																																																																
				Working cap. (% of sales)	-1,4%																																																																																																
				Tax rate	20,6%																																																																																																

Källa: Penser by Carnegie

Resultaträkning								
	2019	2020	2021	2022	2023	2024e	2025e	2026e
Nettoomsättning	45	56	94	150	170	180	243	319
Kostnad sålda varor	-4	-5	-10	-22	-19	-16	-21	-27
Bruttoresultat	41	51	84	128	151	164	222	292
Försäljningskostnader	-13	-19	-38	-46	-45	-45	-62	-83
Administrationskostnader	-21	-29	-43	-72	-79	-77	-81	-90
Övriga rörelsekostnader	-9	-11	-21	-14	-24	-18	-28	-36
EBITDA	-1	-7	-6	-3	4	22	51	84
Jämförelsestörande poster	0	0	12	1	0	-2	0	0
EBITDA, justerad	-1	-7	-18	-4	4	24	51	84
Avskrivningar	-6	-7	-10	-20	-24	-26	-25	-23
EBITA, justerad	-7	-14	-28	-24	-20	-2	26	61
EBIT	-7	-14	-16	-23	-20	-4	26	61
EBIT, justerad	-7	-14	-28	-24	-20	-2	26	61
Finansnetto	-2	-1	-1	-2	-2	-3	-2	-2
Resultat före skatt	-9	-15	-17	-25	-23	-6	24	59
Resultat före skatt, justerad	-9	-15	-29	-26	-23	-5	24	59
Total skatt	1	1	1	-2	11	1	-6	-13
Nettoresultat	-8	-14	-17	-27	-12	-5	18	45
Nettoresultat, justerad	-8	-14	-29	-28	-12	-4	18	45
Omsättningstillväxt	Neg.	26%	67%	60%	13%	6%	35%	31%
Bruttomarginal	91,5%	90,6%	89,2%	85,1%	89,1%	91,0%	91,4%	91,6%
EBIT-marginal, justerad	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	10,9%	19,1%
EPS, justerad	-2,44	-4,10	-0,60	-0,54	-0,22	-0,07	0,35	0,84
EPS-tillväxt, justerad	N.m.	N.m.	N.m.	N.m.	N.m.	N.m.	N.m.	144%

Källa: SaveLend Group, Penser by Carnegie

Kassaflödesanalys								
	2019	2020	2021	2022	2023	2024e	2025e	2026e
EBIT	-7	-14	-16	-23	-20	-4	26	61
Övriga kassaflödesposter	7	6	-3	9	20	26	17	7
Förändringar i rörelsekapital	-7	-5	-3	11	6	-15	-10	-7
Kassaflöde från den operationella verksamheten	-8	-13	-22	-3	6	7	33	61
Investeringar i anläggningstillgångar	0	0	-3	-3	-4	-6	-6	-7
Investeringar i immateriella anläggningstillgångar	-4	-7	-8	-21	-13	-14	-8	-5
Övrigt Kassaflöde från investeringar	0	-11	-30	41	-3	0	0	0
Kassaflöde från investeringsverksamhet	-4	-18	-42	17	-20	-20	-15	-12
Fritt kassaflöde	-12	-31	-63	14	-15	-12	19	49
Förvärv och avyttringar	0	0	1	-10	0	-4	-3	-2
Nyemission / återköp	16	1	50	33	0	0	0	0
Förändring av skulder	4	29	44	87	6	0	0	0
Utdelningar	0	0	0	0	0	0	-9	-27
Övriga poster	-4	-5	-12	-127	5	0	0	0
Kassaflöde från finansieringsverksamhet	16	25	82	-17	11	-4	-12	-29
Kassaflöde	4	-6	19	-3	-4	-16	6	19
Nettoskuld	-6	-2	-15	0	3	14	10	-8

Källa: SaveLend Group, Penser by Carnegie

Balansräkning

	2019	2020	2021	2022	2023	2024e	2025e	2026e
TILLGÅNGAR								
Goodwill	33	33	40	57	57	56	55	54
Övriga immateriella tillgångar	23	24	59	83	93	84	70	56
Materiella anläggningstillgångar	3	2	4	3	7	11	15	20
Finansiella anläggningstillgångar	1	16	46	5	7	7	7	7
Övriga anläggningstillgångar	0	0	2	0	10	10	10	10
Summa anläggningstillgångar	60	75	150	149	174	167	157	147
Kundfordringar	6	13	17	5	5	8	10	13
Övriga omsättningstillgångar	33	31	104	149	110	140	195	256
Likvida medel och kortfristiga placeringar	10	4	23	20	16	0	7	26
Summa omsättningstillgångar	48	48	144	174	131	148	212	296
SUMMA TILLGÅNGAR	109	124	294	323	305	316	369	443
EGET KAPITAL OCH SKULDER								
Eget kapital	54	40	80	106	92	89	98	116
Summa eget kapital	54	40	80	106	92	89	98	116
Långfristiga räntebärande skulder	0	0	2	12	7	7	7	7
Långfristiga leasingsskulder	2	1	2	1	2	2	2	2
Övriga långfristiga skulder	8	25	64	15	27	23	20	18
Summa långfristiga skulder	10	26	68	27	36	33	30	28
Kortfristiga räntebärande skulder	0	0	2	6	5	3	4	5
Leverantörsskulder	3	4	9	9	10	9	10	11
Kortfristiga leasingsskulder	1	1	2	2	4	2	3	4
Övriga kortfristiga skulder	40	52	133	173	157	180	225	279
Summa kortfristiga skulder	45	57	146	190	176	194	242	300
SUMMA EGET KAPITAL OCH SKULDER	109	124	294	323	305	316	369	443

Källa: SaveLend Group, Penser by Carnegie

Tillväxt och marginaler

	2019	2020	2021	2022	2023	2024e	2025e	2026e
Intäktstillväxt	Neg.	26%	67%	60%	13%	6%	35%	31%
EBITDA-tillväxt, justerad	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	N.m.	115%	63%
EBIT-tillväxt, justerad	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	130%
EPS-tillväxt, justerad	N.m.	N.m.	N.m.	N.m.	N.m.	N.m.	N.m.	144%
Bruttomarginal	91,5%	90,6%	89,2%	85,1%	89,1%	91,0%	91,4%	91,6%
EBITDA-marginal	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	2,2%	12,3%	21,1%	26,1%
EBITDA-marginal, justerad	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	2,2%	13,2%	21,1%	26,1%
EBIT-marginal	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	10,9%	19,1%
EBIT-marginal, justerad	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	10,9%	19,1%
Vinst-marginal, justerad	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	7,6%	14,1%

Källa: SaveLend Group, Penser by Carnegie

Avkastning

	2019	2020	2021	2022	2023	2024e	2025e	2026e
ROE, justerad	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	20%	42%
ROCE, justerad	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	24%	49%
ROIC, justerad	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	25%	56%

Källa: SaveLend Group, Penser by Carnegie

Kapitaleffektivitet

	2019	2020	2021	2022	2023	2024e	2025e	2026e
Kundfordringar / totala intäkter	13%	23%	18%	4%	3%	4%	4%	4%
Leverantörsskulder / KSV	84%	76%	86%	41%	56%	55%	47%	41%
Totala kortfristiga skulder / totala kostnader	97%	90%	>100%	>100%	>100%	>100%	>100%	>100%
Rörelsekapital / totala intäkter	-11%	-21%	-23%	-18%	-31%	-23%	-12%	-6%
Kapitalomsättningshastighet	0,8x	1,3x	1,1x	1,2x	1,5x	1,7x	2,1x	2,4x

Källa: SaveLend Group, Penser by Carnegie

Finansiell ställning

	2019	2020	2021	2022	2023	2024e	2025e	2026e
Nettoskuld	-6	-2	-15	0	3	14	10	-8
Soliditet	50%	33%	27%	33%	30%	28%	26%	26%
Nettoskultsättningsgrad	-0,1x	0,0x	-0,2x	0,0x	0,0x	0,2x	0,1x	-0,1x
Nettoskuld / EBITDA	N.m.	N.m.	N.m.	N.m.	0,7x	0,7x	0,2x	-0,1x

Källa: SaveLend Group, Penser by Carnegie

Aktiedata

	2019	2020	2021	2022	2023	2024e	2025e	2026e
EPS	-2,44	-4,10	-0,35	-0,52	-0,22	-0,10	0,35	0,84
EPS, justerad	-2,44	-4,10	-0,60	-0,54	-0,22	-0,07	0,35	0,84
FCF per aktie	-3,55	-8,64	-1,34	0,27	-0,28	-0,23	0,35	0,91
Utdelning per aktie	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,17	0,50
Eget kapital per aktie	16,2	11,7	1,68	2,06	1,72	1,65	1,83	2,16
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	53,6	53,6	53,6	53,6

Källa: SaveLend Group, Penser by Carnegie

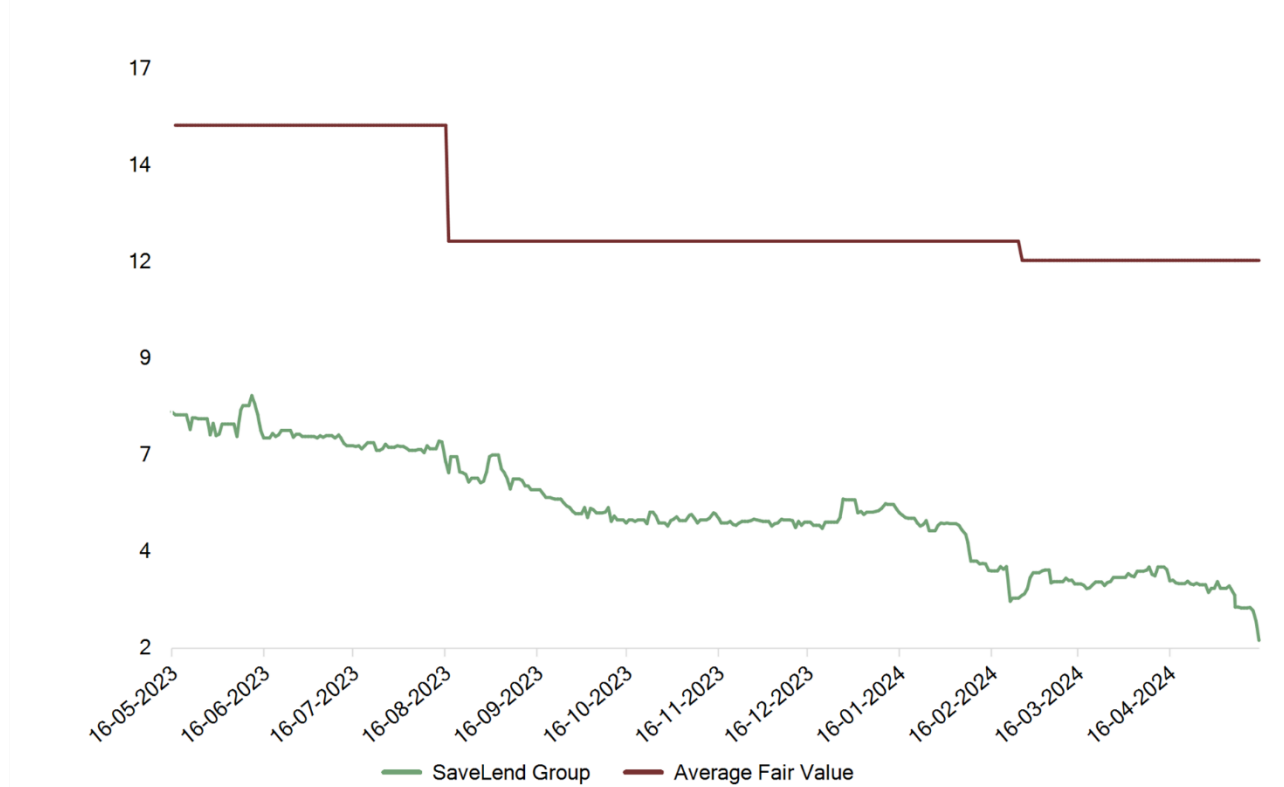
Värdering

	2019	2020	2021	2022	2023	2024e	2025e	2026e
P/E, justerad	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	6,3x	2,6x
P/EK	0,1x	0,2x	4,9x	4,2x	3,4x	1,3x	1,2x	1,0x
P/FCF	Neg.	Neg.	Neg.	32,0x	Neg.	Neg.	6,2x	2,4x
FCF-yield	Neg.	Neg.	Neg.	3%	Neg.	Neg.	16%	42%
Direktavkastning	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	8,0%	23,4%
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	0,8x	0,6x	0,5x
EV/EBITDA, justerad	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	84,9x	6,1x	2,8x	1,7x
EV/EBIT, justerad	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	5,5x	2,4x
EV	Neg.	Neg.	374	443	313	146	146	146
Aktiekurs	2,2	2,2	8,2	8,6	5,8	2,2	2,2	2,2

Källa: SaveLend Group, Penser by Carnegie

Aktiekurs och genomsnittligt motiverat värde

SaveLend Group (YIELD SS EQUITY)



Källa: Penser by 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 analytjänsterna Penser Access och Penser Future. Denna verksamhet fortsätter att drivas hos Carnegie under varumärket Penser by Carnegie.

Värdering, metodologi och antaganden

Penser Access by Carnegie

Uppdragsanalys under Penser Access by Carnegie 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](#).

Penser Future by Carnegie

Uppdragsanalys under Penser Future by Carnegie innehåller inget motiverat värdeintervall, i stället utgår analytikern från fyra olika områden för att bedöma bolaget och belysa de styrkor och svagheter som observerats. De fyra områdena bedöms utifrån följande kriterier - Potential, Risk, Finansiell ställning samt Historik & meriter. Skalan sträcker sig från 1–5 där siffran 5 innebär hög poäng inom respektive område. Exempelvis innebär betyg: 5 på Potential att vi ser stor potential i verksamheten medan betyg: 5 för Risk innebär att vi bedömer risken som hög.

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 intyggar, oavsett förekomsten av några potentiella intressekonflikter som hänvisas till här, 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 Carnegie 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 ansvarar 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, Danmark 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