



# ERIK PENSER BANK

Penser Access | Övriga finansiella tjänster | Sverige | 28 november 2022

## SaveLend Group

Går från klarhet till klarhet

### Q3 i korthet

SaveLend redovisade för Q3'22 en omsättning på 40,7 mkr (23,6), vilket indikerar en tillväxt om 72% totalt, varav 25% organiskt. Justerad EBITDA vände under kvartalet till vinst på 1,2 mkr (-0,1), vilket var tidigare än det vi hade räknat med. Marginalförbättringen drevs av en stabil bruttomarginal om 86% samt den höga intäktsökningen. Under kvartalet förmedlade SaveLend sitt hittills största lån på 60 mkr, vilket bidrog till både omsättning och marginalen.

### Plattformarnas utveckling

SaveLend passerade under perioden milstolpen 1 mdkr i AUM på sparplattformen. Jämfört med föregående år ökade kapitalet på plattformen med 142% och jämfört med föregående kvartal med 14%. Tillväxten drevs av tidigare nämnda förmedling, att den tyska kreditspecialisten nordIX har börjat investera via plattformen samt att det tillkom 2 380 nya sparare. Det tredje kvartalet är det säsongsmässigt svagaste för faktureringsplattformen Billecta, detta till trots, ökade fakturatransaktionerna till ca. 1,1 m (0,9) och intäkten per faktura steg till 7,8 kr (6,4). Billecta anslöt 49 nya BRF:er och fastighetsbolag, dessa kunder är fördelaktiga då de ofta skickar hyresfakturer månadsvis, vilket ger ett jämnare faktureringsflöde.

### Estimatförändringar

Kvartalet var starkare än våra förväntningar och vi ser på 2022 som ett år av investeringar för att bygga en än mer solid grund att växa från. Under slutet av 2022 kommer SaveLend att utöka sitt erbjudande på sparplattformen samtidigt som faktureringsplattformen kommer att kunna fortsätta att uppvisa hög tillväxt, vilket driver upp marginalerna. Utförligare resonemang följer nedan. Till följd av dessa förändringar höjer vi vårt motiverade värde till 14,0–14,1 kr per aktie från tidigare 11,0–11,4 kr.

Estimatändring (kr)				Prognos (mkr)				Värde och risk		
	22e	Δ%	23e	Δ%	2021	2022e	2023e	2024e	Motiverat värde	14 - 14 kr
Totala intäkter	152	2%	216	8%	Totala intäkter	94	152	216	Aktiekurs	8,7 kr
EBITDA, just.	-7	n/a	12	29%	Intäktstillväxt	67%	61%	42%	Riskenivå	Medel
EPS, just.	-0,5	n/a	-0,1	n/a	EBITDA, just.	-6	-7	12	<b>Kursutveckling 12 mån</b> 	
<b>Kommande händelser</b>				EBIT, just.	-16	-26	-6	33		
Q4 - rapport	22 februari 2022			EPS, just.	-0,4	-0,5	-0,1	0,6	<b>Intressekonflikter</b>	
Q1 - rapport	16 maj 2022			EPS-tillväxt	85%	11%	76%	>100%		
<b>Bolagsfakta (mkr)</b>				EK/aktie	1,7	1,7	1,6	2,2	Likviditetsgarant	✓
Antal aktier	52m			EBIT-marginal	Neg.	Neg.	Neg.	10,6%	Certified adviser	✓
Börsvärde	451			ROE, just.	Neg.	Neg.	Neg.	31,1%	Transaktioner 12m	✓
Nettoskuld	5			ROCE, just.	Neg.	Neg.	Neg.	25,1%		
EV	456			EV/Sales	4,0x	3,0x	2,2x	1,5x		
Free float	57%			EV/EBITDA	-	-	40,2x	9,1x		
Daglig handelsvolym, snitt	52k			EV/EBIT	-	-	-	14,0x		
Bloomberg Ticker	YIELD SS EQUITY			P/E, just.	-	-	-	14,5x		
<b>Analytiker</b>				P/EK	4,9x	5,0x	5,4x	3,9x		
Hugo Lisjo				Nettoskuld/EBITDA	0,6x	-0,6x	1,4x	0,1x		
hugo.lisjo@penser.se										

## Investment case

SaveLend Group har två kärnverksamheter, sparplattformen 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 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, vilka 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 Kredit Förmedling (SKF) samt Fixura. Bakom fakturering och inkassoverksamheten står Billecta.

SaveLend har utvecklat en sparplattform för kreditförmedling. Plattformen ger kreditgivare, d.v.s. investerare, möjligheten 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 vilken också levererar krediter till SaveLends investerare.

## Värdering

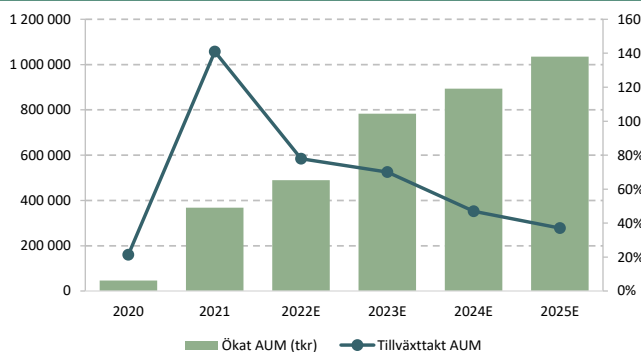
Vi värderar SaveLend med Sum Of the Parts, SOTP, värdering. Detta då vi anser att det är en distinkt skillnad mellan segmenten och för att en SOTP tydliggör värdet av bolagets olika delar. Vi har valt att applicera EV/Sales multipel på våra estimat för 2023. För sparplattformen, SaveLend, har vi valt 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 9,4 kr och för Billecta om 4,6 kr vilket ger ett totalt värde om 14,0 kr för koncernen. Vi ser därmed ett motiverade värde om 14,0–14,1 kr per aktie.

## Estimatförändringar

Vi höjer våra estimat för både sparplattformen och faktureringsplattformen. Höjningarna beror på att bolaget under 2022 investerat i båda sina plattformar för att öka effektiviteten och säkerställa att de kan hantera mångdubbla volymer. Således räknar vi med att 2023 blir ett år då bolaget fokuserar 100% på kundnöjdhet och ökade volymer. Således räknar vi med att bolaget kommer att växa snabbare än vi tidigare räknat med.

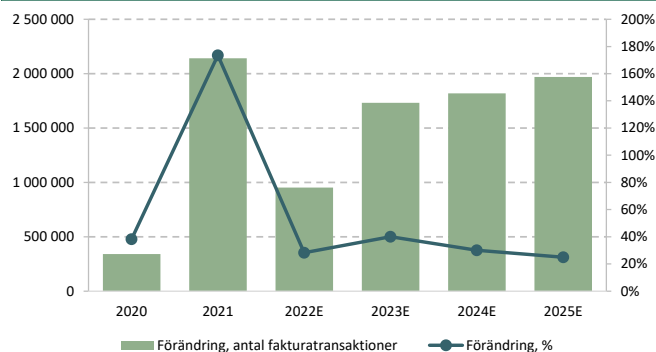
Under slutet av 2022 kommer sparerbjudandet på plattformen att breddas till att även innehålla krediter med lägre risk. Förändringen springer ur att SaveLend har en efterfrågan från större kapitalägare att få tillgång till större volymer, men med lägre risk. Denna typ av kunder vill kunna placera större volymer och prioriterar lägre risk före någon extra procents avkastning. Krediter med lägre risk genererar, generellt, lägre avkastning vilket kommer att sänka SaveLends intjäning per förmedlad krona, men minskningen kompenseras av volymökningen. Utöver ett breddat erbjudande kommer SaveLend att satsa på tillväxt i Europa. Vi räknar med att båda dessa satsningar leder till ökat kapitalinflöde och att AUM når strax under 2 miljarder vid utgången av 2023.

### Tillväxten i AUM drivs av utökad krediterbjudande och nya geografiska marknader, (tkr)



Källa: Bolaget, EPB

### Efterfrågan på effektivisering och kostnadsbesparingar ökar vid oroligare tider



Källa: Bolaget, EPB

Faktureringsplattformen, Billecta, möter stor efterfrågan på sina tjänster. Efterfrågan gynnas i viss mån av en ekonomiskt osäkrare omvärld. Osäkerhet leder till ökat fokus på effektivisering och kostnadsbesparingar, vilket är vad faktureringsplattformen erbjuder. Under Q3 adderade Billecta 49 nya kunder, och bolaget menar att det kunde varit fler om de haft mer personal och en effektivare integrationsprocess. Under 2023 jobbar bolaget på att effektivisera arbetsflödet, de räknar med att befintlig personal skulle klara 40% tillväxt, samt anställa fler för att klara ytterligare tillväxt. Under 2024 och 2025 räknar vi med att Billecta växer med befintliga kunder samt att de fortsätter att attrahera nya kunder.

Plattformen används idag av både småföretagare och giganter likt Akavia, Cancerfonden och Kry. Vi ser giganterna som en garant för funktionaliteten och kvaliteten av plattformen. För så stora företag föregås ett byte av faktureringsprocess av ett extensivt arbete och djupgående "due diligence" av den nya tjänsten. Med fler stora kunder antar vi att intäkterna per faktura kommer att minska från dagens nivåer, men den minskade intäkten per faktura vägs upp av högre volymer.

Med effektivare integrationsprocesser och någon extra anställd räknar vi med att Billecta i samma grad som tidigare kan fortsätta sin vanliga tillväxt, samt under varje kvartal addera en ny kund av substantiell storlek.

## Estimatförändringar för koncernen

Nya estimat	2022e	2023e	2024e	2025e
Omsättning	152	216	306	400
Tillväxt	60%	43%	42%	31%
EBITDA, justerad	(7)	12	50	104
EBITDA-marginal, just.	-4,4%	5,4%	16,4%	25,9%
EPS, justerad	(0,5)	(0,1)	0,6	1,3

Tidigare estimat	2022e	2023e	2024e	2025e
Omsättning	149	200	253	317
Tillväxt	59%	34%	27%	25%
EBITDA, justerad	(10)	9	37	79
EBITDA-marginal, just.	-6,7%	4,5%	14,6%	24,9%
EPS, justerad	(0,6)	(0,6)	(0,2)	0,4

Förändring i %	2022e	2023e	2024e	2025e
Omsättning	2%	8%	21%	26%
EBITDA, justerad	n/a	29%	35%	31%
EPS, justerad	n/a	n/a	n/a	n/a

Källa: EPB

Vi höjer tillväxten för båda segmenten de kommande åren. I och med sparplattformens expansion ut i Europa ökar vi marknadsföringskostnaderna jämfört med tidigare prognoser. Övriga externa kostnader och personalkostnader ökar vi marginellt till följd av nya lokaler samt Billectas ökade tillväxttakt. Vi bedömer att SaveLend som grupp är väl investerade och står rustade för att klara vår prognostiserade expansion utan att behöva öka kostnaderna i någon större utsträckning. Billecta uppvisar redan idag en EBITDA-marginal över hela gruppens långsiktiga mål. När Billectas intäkter ökar som andel av gruppens totala intäkter ger det en positiv effekt på marginalen. Vi räknar således att intäkterna kommer att växa snabbare än kostnaderna, vilket leder till en marginalexpension.

## Värdering

Vi fortsätter att använda Sum Of The Parts (SOTP) som värderingsmetod och EV/Sales multipel på våra försäljningsprognoser. Vi genomför en förändring jämfört tidigare analyser, vi väljer nu att värdera både spar- och faktureringsplattformen på våra prognoser för 2023 års försäljning. Anledningen är, som tidigare nämnt, att gruppen som helhet uppvisar lönsamhet tidigare än vi räknat med.

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 trackrecord samt starka varumärken. Därmed är en rabatt motiverad jämfört Avanza och Nordnets multiplar, som idag uppgår till i snitt EV/S 8,2x för 2023.

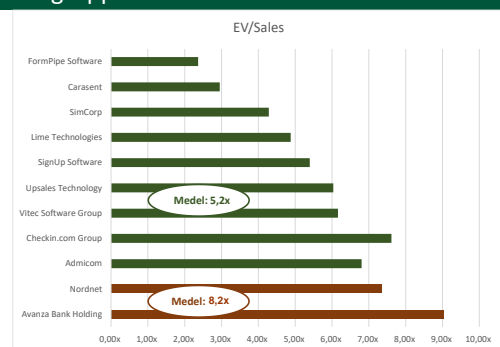
Till följd av ovan nämnda skillnader samt att vi ser en stigande oro på kreditmarknaden, har vi valt att sätta en rabatt på 65% mot Avanza och Nordnet. Det innebär att vi höjer rabatten mot sparplattformarna med 5 procentenheter. Anledningen är den ökade orolighet och turbulens vi sett på kreditmarknaden, vilken jämförelsebolagen inte har samma exponering mot. Detta innebär en EV/Sales-multipel på 2,9x för SaveLend. Applicerar vi det på vår prognos för 2023 får vi ett motiverat värde om 9,4 kr per aktie.

### Känslighetsanalys SaveLend

		SaveLend sales mkr, 2023e				
		152	161	169	178	186
EV/Sales	2,3	6,7	7,1	7,4	7,8	8,2
	2,6	7,6	8,0	8,4	8,8	9,3
	2,9	8,5	8,9	<b>9,4</b>	9,9	10,3
	3,2	9,3	9,9	10,4	10,9	11,4
	3,5	10,2	10,8	11,4	11,9	12,5

Källa: EPB, Factset

### Jämförelsegrupper



Källa: EPB, Factset

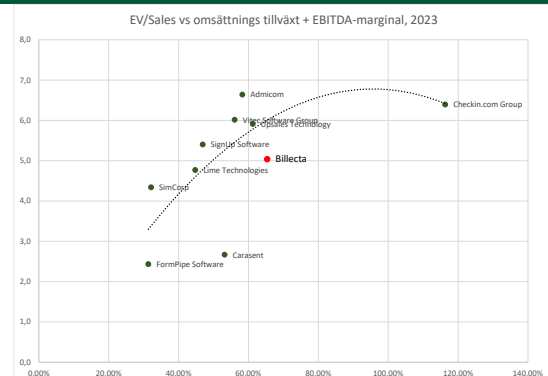
För faktureringsplattformen Billecta, vars kärnverksamhet är automatiserad, anser vi att detta segment bör värderas som SaaS-bolag. I denna jämförelsegrupp har vi valt nordiska SaaS-bolag, se bild ovan för urval. Dessa handlar idag i snitt till EV/Sales 5,2x för 2023. Då Billecta presterar så pass bra tillväxt och EBITDA-marginal väljer vi att inte sätta rabatt mot jämförelsegruppen. Vi sätter således en EV/Sales-multipel på 5,2x på våra 2023e omsättningsprognoser, vilket ger ett motiverat värde på 4,6kr per aktie.

### Känslighetsanalys Billecta

		Billecta sales mkr, 2023e				
		42	44	46	49	51
EV/Sales	4,6	3,7	3,9	4,1	4,3	4,5
	4,9	3,9	4,1	4,4	4,6	4,8
	5,2	4,2	4,4	<b>4,6</b>	4,9	5,1
	5,5	4,4	4,6	4,9	5,1	5,4
	5,8	4,6	4,9	5,2	5,4	5,7

Källa: EPB, Factset

### Omsättningstillväxt + EBITDA-marginal jämfört med EV/S för Billecta och dess jämförelsebolag



Källa: EPB, Factset

När vi adderar de två segmentens värderingar ser vi ett sammanlagt värde för hela SaveLend på 14,0–14,1 kr per aktie. Vi höjer därmed vårt motiverade värde från 11,0 - 11,4 kr per aktie till 14,0–14,1 kr per aktie. SaveLend har de stora investeringarna bakom sig och 2023 bör bli ett år då SaveLend skördar frukterna av tidigare investeringar.

## Koncernens värdering

	Omsättning 2023e mkr	Peers multipl	Rabatt	Multipl	Motiverat värde
SaveLend	169	8,2	65%	2,9	9,4
Billecta	46	5,2	0%	5,2	4,6
<b>Totalt</b>					<b>14,0</b>

Källa: EPB, Factset

## DCF

Nedan visas DCF:en utifrån vår prognostiserade utveckling. DCF:en stödjer vårt motiverade värde, men ligger inte till grund för vårt motiverade värde.

## Kassaflödesanalys inklusive känslighetsanalys

### Valuation output

Sum of PV of FCF (explicit period)	370 960
PV of terminal value (perpetuity formula)	385 428
<b>Enterprise value</b>	<b>756 388</b>
Latest net debt	6 628
Minority interests & other	0
<b>Equity value</b>	<b>749 760</b>
No. of shares outstanding (thousand)	51 601
<b>Equity value per share (SEK)</b>	<b>14,5</b>

### Implicit multipl.

	2021	2022	2023
EV/Sales	8,0	5,0	3,5
EV/EBITDA	-42,5	-100,1	65,0
EV/EBIT	-27,2	-28,4	-126,4
EV/NOPLAT	-34,3	-35,7	-159,3
P/E			
ROIC/WACC			
Current Share price			8,9

Källa: EPB

### WACC assumptions

Risk free nominal rate	2,5%
Risk premium	5,5%
Extra risk premium	5,0%
Beta	1,0
Cost of equity	13,0%
Cost of debt (pre-tax)	6,0%
Tax rate	21%
Target debt/(debt + equity)	0%
WACC	13,0%

### 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%

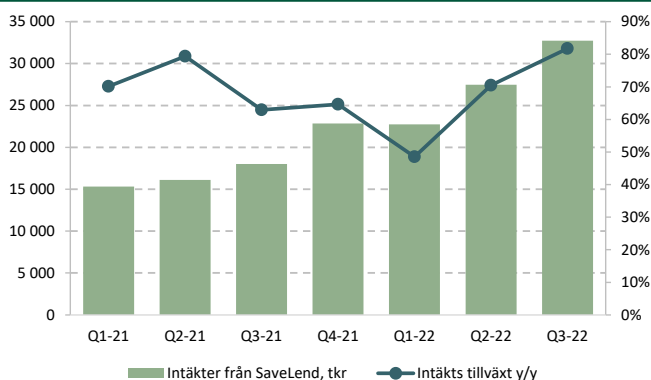
### Sensitivity analysis

WACC	Long-term growth rate				
	2,0%	2,5%	3,0%	3,5%	4,0%
12,0%	15,6	16,2	16,9	17,7	18,5
12,5%	14,5	15,0	15,6	16,3	17,1
13,0%	13,5	14,0	14,5	15,1	15,8
13,5%	12,6	13,1	13,5	14,0	14,6
14,0%	11,8	12,2	12,6	13,1	13,6

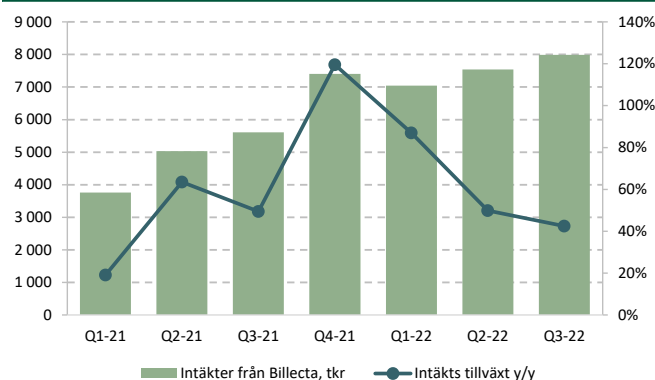
WACC	Long-term EBIT margin				
	15,0%	17,5%	20,0%	22,5%	25,0%
12,0%	13,4	15,2	16,9	18,6	20,3
12,5%	12,5	14,1	15,6	17,2	18,8
13,0%	11,6	13,1	14,5	16,0	17,4
13,5%	10,9	12,2	13,5	14,9	16,2
14,0%	10,2	11,4	12,6	13,9	15,1

## Sparplattformens historiska utveckling



Källa: EPB, SaveLend

## Faktureringsplattformens historiska utveckling



Källa: EPB, SaveLend

## Historisk aktiekurs och motiverat värde



Källa: EPB, Factset

## Resultaträkning

	2019	2020	2021	2022e	2023e	2024e	2025e
<b>Nettoomsättning</b>	45	56	94	151	215	306	400
Övriga rörelseintäkter	0	0	0	1	0	0	0
<b>Totala intäkter</b>	45	56	94	152	216	306	400
Kostnad sålda varor	-4	-5	-10	-22	-32	-41	-52
<b>Bruttoresultat</b>	41	51	85	130	184	265	348
Totala rörelsekostnader	-42	-58	-102	-138	-172	-214	-245
<b>EBITDA</b>	-1	-7	-18	-8	12	50	104
Jämförelsestörande poster	0	0	12	1	0	0	0
<b>EBITDA, justerad</b>	-1	-7	-6	-7	12	50	104
Totala avskrivningar	-6	-7	-10	-19	-18	-18	-19
<b>EBITA, justerad</b>	(7)	(14)	(16)	(26)	(6)	33	85
<b>EBIT</b>	-7	-14	-28	-27	-6	33	85
<b>EBIT, justerad</b>	-7	-14	-16	-26	-6	33	85
Finansnetto	-2	-1	-1	-1	-1	-3	-4
<b>Resultat före skatt</b>	-9	-15	-29	-27	-7	30	81
<b>Resultat före skatt, justerad</b>	-9	-15	-17	-26	-7	30	81
Total skatt	1	1	1	1	1	1	-17
<b>Nettoresultat</b>	-8	-14	-29	-26	-6	31	64
<b>Nettoresultat, justerad</b>	-8	-14	-17	-26	-6	31	64

Källa: SaveLend Group, EPB

## Kassaflödesanalys

	2019	2020	2021	2022e	2023e	2024e	2025e
EBIT	-7	-14	-28	-27	-6	33	85
Övriga kassaflödesposter	7	6	9	18	17	16	(2)
Förändringar i rörelsekapital	-7	-5	-3	2	-1	-13	-13
Kassaflöde från den operationella verksamheten	-8	-13	-22	-7	10	35	70
Investeringar	-4	-7	-12	-23	-18	-19	-20
Övriga poster	0	-11	-30	-11	-4	-19	-16
Fritt kassaflöde	-12	-31	-64	-42	-12	-2	34
Utdelningar	0	0	0	0	0	0	-32
Nyemission / återköp	16	1	68	15	0	0	0
Förvärv	0	0	-17	-10	0	0	0
Förändringar av lån	4	29	50	60	4	18	16
Övriga poster	-4	-5	-18	-27	0	0	0
Kassaflöde	4	-6	19	-4	-8	16	18
Nettoskuld	-3	0	-11	5	16	6	-6

Källa: SaveLend Group, EPB



## Balansräkning

	2019	2020	2021	2022e	2023e	2024e	2025e
<b>TILLGÅNGAR</b>							
Goodwill	33	33	40	57	57	57	57
Övriga immateriella tillgångar	23	24	59	84	84	83	82
Materiella anläggningstillgångar	3	2	4	4	4	6	8
Finansiella anläggningstillgångar	1	16	46	57	62	80	96
Övriga anläggningstillgångar	0	0	2	2	2	2	2
Summa anläggningstillgångar	60	75	150	204	209	228	245
Kundfordringar	6	13	17	20	25	47	61
Övriga omsättningstillgångar	33	31	104	124	171	224	288
Likvida medel och kortfristiga placeringar	10	4	23	19	11	27	45
Summa omsättningstillgångar	48	48	144	163	207	298	394
<b>SUMMA TILLGÅNGAR</b>	<b>109</b>	<b>124</b>	<b>294</b>	<b>368</b>	<b>415</b>	<b>526</b>	<b>639</b>
<b>EGET KAPITAL OCH SKULDER</b>							
Eget kapital	54	40	80	90	84	114	146
Summa eget kapital	54	40	80	90	84	114	146
Långfristiga räntebärande skulder	2	1	4	14	14	14	14
Övriga långfristiga skulder	8	25	64	80	84	103	118
Summa långfristiga skulder	10	26	68	94	98	116	132
Kortfristiga räntebärande skulder	1	2	4	6	9	12	16
Leverantörsskulder	3	4	9	10	13	15	18
Övriga kortfristiga skulder	40	52	133	167	212	268	326
Summa kortfristiga skulder	45	57	146	183	234	295	360
<b>SUMMA EGET KAPITAL OCH SKULDER</b>	<b>109</b>	<b>124</b>	<b>294</b>	<b>368</b>	<b>415</b>	<b>526</b>	<b>639</b>

Källa: SaveLend Group, EPB

## Tillväxt och marginaler

	2019	2020	2021	2022e	2023e	2024e	2025e
Intäkstillväxt	-	26%	67%	61%	42%	42%	31%
EBITDA-tillväxt, justerad	-	N.m.	19%	N.m.	>100%	>100%	>100%
EBIT-tillväxt, justerad	-	N.m.	N.m.	N.m.	77%	>100%	>100%
EPS-tillväxt, justerad	-	N.m.	91%	N.m.	75%	>100%	>100%
Bruttomarginal	91,6%	90,9%	89,9%	86,5%	85,3%	86,5%	87,1%
EBITDA-marginal	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	5,4%	16,4%	25,9%
EBITDA-marginal, justerad	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	5,4%	16,4%	25,9%
EBIT-marginal	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	10,6%	21,3%
EBIT-marginal, justerad	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	10,6%	21,3%
Vinst-marginal, justerad	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	10,1%	16,1%

Källa: SaveLend Group, EPB

## Avkastning

	2019	2020	2021	2022e	2023e	2024e	2025e
ROE, justerad	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	31%	49%
ROCE, justerad	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	25%	51%
ROIC, justerad	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	30%	65%

Källa: SaveLend Group, EPB

## Kapitaleffektivitet

	2019	2020	2021	2022e	2023e	2024e	2025e
Kundfordringar / totala intäkter	13%	23%	18%	13%	12%	15%	15%
Leverantörsskulder / KSV	84%	76%	88%	44%	41%	37%	35%
Totala kortfristiga skulder / totala kostnader	>100%	98%	>100%	>100%	>100%	>100%	>100%
Rörelsekapital / totala intäkter	-9%	-18%	-20%	-20%	-12%	-2%	3%
Kapitalomsättningshastighet	0,7x	1,3x	1,0x	1,3x	1,9x	2,1x	2,2x

Källa: SaveLend Group, EPB

## Finansiell ställning

	2019	2020	2021	2022e	2023e	2024e	2025e
Nettoskuld	-3	0	-11	5	16	6	-6
Soliditet	50%	33%	27%	24%	20%	22%	23%
Nettoskulsättningsgrad	-0,1x	0,0x	-0,1x	0,1x	0,2x	0,1x	0,0x
Nettoskuld / EBITDA	2,8x	0,0x	0,6x	-0,6x	1,4x	0,1x	-0,1x

Källa: SaveLend Group, EPB

## Aktiedata

	2019	2020	2021	2022e	2023e	2024e	2025e
EPS	-2,44	-4,10	-0,60	-0,53	-0,13	0,60	1,25
EPS, justerad	-2,44	-4,10	-0,35	-0,52	-0,13	0,60	1,25
FCF per aktie	-3,55	-8,64	-1,34	-0,84	-0,24	-0,05	0,67
Utdelning per aktie	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,62
Eget kapital per aktie	16,2	11,7	1,68	1,74	1,62	2,22	2,84
Antal aktier vid årets slut, m	3,35	3,46	47,5	51,6	51,6	51,6	51,6
Antal aktier efter utspädning, snitt	3,35	3,54	47,5	49,5	50,6	51,1	51,3

Källa: SaveLend Group, EPB

## Värdering

	2019	2020	2021	2022e	2023e	2024e	2025e
P/E, justerad	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	14,5x	7,0x
P/EK	Neg.	Neg.	4,9x	5,0x	5,4x	3,9x	3,1x
P/FCF	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	13,1x
FCF-yield	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	8%
Direktavkastning	Neg.	Neg.	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	7,1%
Utdelningsandel, justerad	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	49,8%
EV/Sales	Neg.	Neg.	4,0x	3,0x	2,2x	1,5x	1,1x
EV/EBITDA, justerad	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	40,2x	9,1x	4,3x
EV/EBIT, justerad	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	14,0x	5,2x
EV	Neg.	Neg.	378	456	467	457	445
Aktiekurs	-	-	8,2	8,7	8,7	8,7	8,7

Källa: SaveLend Group, EPB

## Disclosure

Denna publikation (nedan "Publikationen") har sammanställts av Erik Penser Bank AB (nedan "Banken") i informationssyfte, för allmän spridning, och är inte avsedd att vara rådgivande. Banken har tillstånd att bedriva bank- och värdepappersverksamhet och står under svenska Finansinspektionens tillsyn. Innehållet har grundats på information från allmänt tillgängliga källor vilka bedömts som tillförlitliga. Sakinnehållets riktighet och fullständighet liksom lämnade prognoser och rekommendationen kan dock aldrig garanteras av Banken.

Som ett steg i utformandet av Publikationen har det analyserade bolaget (nedan "Bolaget") verifierat faktainnehållet i Publikationen. Bolaget kan dock aldrig påverka de delar av Publikationen som innefattar slutsatser eller värderingar.

Åsikter som lämnats i Publikationen är analytikerns egna åsikter vid tillfället för upprättandet av Publikationen och dessa kan ändras. Det lämnas ingen försäkran om att framtida händelser kommer att vara i enlighet med åsikter framförda i Publikationen. Informationen i Publikationen ska inte uppfattas som en uppmaning eller råd att ingå transaktioner. Informationen tar inte heller sikte på enskilda mottagares kunskaper och erfarenheter av placeringar, ekonomiska situation eller investeringsmål. Publikationen utgör därmed inget investeringsråd och ska inte heller uppfattas som sådan. Detta innebär att investeringsbeslut baserat på Publikationen alltid fattas självständigt av investeraren och Banken fransäger sig därmed allt ansvar för eventuell förlust eller direkt/indirekt skada som grundar sig på användandet av denna Publikation. Placeringar i finansiella instrument är förenade med ekonomisk risk då dessa både kan öka och minska i värde. Att en placering historiskt haft en god värdeutveckling är ingen garanti för framtiden.

### Motiverat värde och risk

Det motiverade värdet speglar ett värde för aktien per den dag analysen publicerats i ett intervall motsvarande ca 5-10%. Banken använder sig av en rad olika värderingsmodeller för att värdera finansiella instrument såsom till exempel kassaflödesmodeller, multipelvärdering samt styckningskalkyler.

Värderingsmetod och ansats för att bestämma motiverat värde ska framgå av analysen och kan variera från bolag till bolag. Väsentliga antaganden för värderingen baseras på vid var tid tillgänglig marknadsdata och ett enligt oss rimligt scenario för bolagets framtida utveckling. Värderingsmetoden ska läsas tillsammans med riskklassificeringen. Vad gäller riskklassificeringen: klassificeras aktien enligt skalan Hög, Medel, Låg utifrån ett antal kända parametrar som är relevanta för Bolaget. En generell riktlinje för att klassificeras som låg risk är att Bolaget har positivt kassaflöde och att ingen enskild faktor påverkar omsättningen mer än 20%. Motsvarande generella beskrivning av hög risk är att Bolaget inte nått positivt kassaflöde alternativt att en enskild faktor påverkar omsättningen mer än 50%.

För mer detaljerad information om värderingsmodeller klicka [här](#).

### Allmänt

Bankens medgivande krävs om hela eller delar av denna Publikation mångfaldigas eller sprids. Publikationen får inte spridas till eller göras tillgänglig för någon fysisk eller juridisk person i USA (med undantag av vad som framgår av Rule 15a – 16, Securities Exchange Act of 1934), Kanada eller något annat land som i lag fastställt begränsningar för spridning och tillgänglighet av innehåll i Publikationen.

Bankens analysavdelning regleras av organisatoriska och administrativa regelverk som inrättats i syfte att förebygga och förhindra intressekonflikter och att säkerställa analytikernas objektivitet och oberoende. För att förebygga intressekonflikter har Banken bl. a. vidtagit åtgärder för att förhindra otillbörlig informationsspridning, även kallade 'Chinese Walls'. Analysavdelningen är därmed fysiskt avskild från Corporate Finance-avdelningen som inte heller får delta i framtagandet eller lämna synpunkter på en publikation. Banken har även interna regler för att hantera eventuella intressekonflikter mellan analytikern, Bolaget och Banken.

Det kan dock, från tid till annan, förekomma att Banken utför uppdrag för ett bolag som är omnämnt i en Publikation. Banken kan bl. a. vara rådgivare eller emissionsinstitut till bolaget eller likviditetsgarant i ett av bolagets värdepapper. Om så är fallet har det angivits i Publikationen. Banken, dess ägare, styrelseledamöter eller anställda kan äga aktier i det analyserade bolaget. Banken har dock utarbetat interna restriktioner för när anställdas handel får ske i ett finansiellt instrument som är föremål för analysen samt utformat interna regler för anställdas egna affärer som gäller för analytiker. Alla anställda i Banken ska redovisa sina innehav i värdepapper samt alla transaktioner. Den analytiker som har utarbetat Publikationen, och andra medverkande som har vetskap om analysens slutsats, får inte för egen räkning handla i berörda finansiella instrument eller med därtill relaterade finansiella instrument.

Banken betalar lön till analytiker som även kan bestå av vinstdelning av Bankens resultat men aldrig knutet till en annan avdelnings ekonomiska resultat.

Den i Publikationen lämnade analysen har utförts i enlighet med villkoren för tjänsten "Penser Access" som Banken utför åt Bolaget. Klicka [här](#) för mer information om tjänsten.

Om annat inte uttryckligen anges i Publikationen uppdateras analysen kvartalsvis samt när Bankens analysavdelning finner att så är påkallat av t.ex. väsentliga förändrade marknadsförutsättningar eller händelser relaterade till det analyserade bolaget eller finansiella instrument.

Banken erhåller ersättning från Bolaget för tjänsten Penser Access.

---

Erik Penser Bank (publ.)

Apelbergsgatan 27 Box 7405 103 91 STOCKHOLM

tel: +46 8 463 80 00 fax: +46 8 678 80 33 [www.penser.se](http://www.penser.se)