



ERIK PENSER BANK

Penser Access | Övriga finansiella tjänster | Sverige | 24 februari 2023

SaveLend Group

Rekordkvartal och lättad balansräkning

Rekordomsättning för båda segmenten avslutar året

Omsättningen under det fjärde kvartalet uppgick till 44,7 mkr (30,3), motsvarande en tillväxt på 48%, vilket var i linje med våra högt ställda förväntningar. Den starka tillväxten drevs av att både spar- och faktureringsplattformen uppvisade nya rekord i AUM och antal fakturatransaktioner. Vid periodens utgång uppgick AUM till 1,12 mdr vilket är 78% högre än föregående år. Billecta hanterade drygt 1,2 miljoner fakturatransaktioner, vilket är en ökning om ca. 26% y/y. Vi blev positivt överraskade av periodens starka lönsamhet där EBITDA slutade på 5,5 mkr (-5,0) och EBIT på -0,1 mkr (-9,1). Den höga lönsamheten drevs av högre omsättning och lägre marknadsföringskostnader för sparplattformen.

Lättar balansräkningen och minskar risken

SaveLend tar ett jättekälv mot att bli ett renodlat fintech-bolag när de förflyttar inkassoportföljerna från balansräkningen till sparplattformen. Effekten är att all potentiell uppsida och risk förflyttas till de investerare som på plattformen investerar i inkassokrediter. För SaveLend innebär detta lite lägre intäkter, lägre risk och att balansomslutningen minskar med omkring 80 mkr. Genom denna förändring minskar SaveLend sin egen exponering mot krediter och blir en mer renodlad plattformslieferantör.

Höjer motiverat värde till följd av uppvärdering av sektorn

Året slutade i linje med våra förväntningar. Därför genomför vi endast minimala estimatförändringar. För att värdera SaveLend använder vi oss av en SOTP-värdering. Då det har skett en uppvärdering av både sparplattformar och SaaS-bolag höjer vi vårt motiverade värde till 15–16 kr per aktie (14,0–14,1).

Estimatändring			Prognos (mkr)					Värde och risk													
	23e	24e	25e	2022	2023e	2024e	2025e	Motiverat värde	15 - 16 kr												
Totala intäkter	-1,0%	-2,0%	-2,0%	168	227	316	409	Aktiekurs	9,0 kr												
EBITDA, just.	-1,1%	-1,0%	-1,0%	Tillväxt	64%	36%	39%	29%	Riskenivå	Medium											
EPS, just.	27,0%	3,4%	0,2%	EBITDA, just.	-4	12	50	103	Kursutveckling 12 mån												
Kommande händelser			EBIT, just.	-24	-6	32	84														
Q1 - rapport	16 maj 2023		EPS, just.	-0,5	-0,1	0,6	1,3	Intressekonflikter <table border="1"> <thead> <tr> <th></th> <th>Yes</th> <th>No</th> </tr> </thead> <tbody> <tr> <td>Likviditetsgarant</td> <td></td> <td>✓</td> </tr> <tr> <td>Certified adviser</td> <td></td> <td>✓</td> </tr> <tr> <td>Transaktioner 12m</td> <td></td> <td>✓</td> </tr> </tbody> </table>			Yes	No	Likviditetsgarant		✓	Certified adviser		✓	Transaktioner 12m		✓
	Yes	No																			
Likviditetsgarant		✓																			
Certified adviser		✓																			
Transaktioner 12m		✓																			
Q2 - rapport	15 augusti 2023		EPS-tillväxt, just.	N.m.	N.m.	N.m.	>100%														
Bolagsfakta (mkr)			EK/aktie	2,1	1,9	2,5	3,1														
Antal aktier	54m		Utdelning per aktie	0,0	0,0	0,0	0,6														
Börsvärde	482		EBIT-marginal	Neg.	Neg.	10,6%	21,4%														
Nettoskuld	2		ROE, just.	Neg.	Neg.	28,2%	44,3%														
EV	484		ROCE, just.	Neg.	Neg.	25,5%	50,1%														
Free float	55%		EV/Sales	2,6x	2,1x	1,5x	1,2x														
Daglig handelsvolym, snitt	38k		EV/EBITDA	-	42,0x	9,8x	4,7x														
Bloomberg Ticker	YIELD SS EQUITY		EV/EBIT	-	-	15,1x	5,7x														
Analytiker			P/E, just.	-	-	14,5x	7,2x														
Hugo Lisjo			P/EK	4,2x	4,7x	3,6x	2,9x														
hugo.lisjo@penser.se			Direktavkastning	0,0%	0,0%	0,0%	7,0%														
			FCF yield	3%	-	6%	13%														
			Nettoskuld/EBITDA	0,0x	0,1x	-0,5x	-0,5x														

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 11,1 kr och för Billecta om 5,1 kr, vilket ger ett totalt värde om 16,2 kr för koncernen. Vi ser därmed ett motiverade värde om 15–16 kr per aktie.

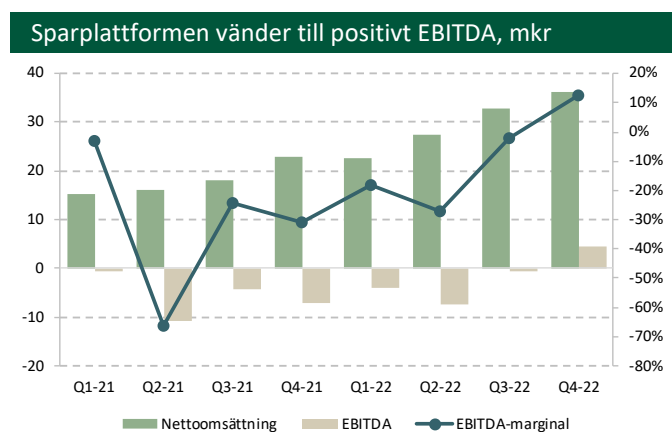
Sparplattformen fortsätter att leverera

För första gången i noterad miljö uppvisar sparplattformen ett positivt resultat ända ned till sista raden. EBITDA uppgick till 4,6 mkr (-7,1) och EBIT till 1,8 mkr (-10,5), motsvarande en marginal på 13% respektive 5%. Den ökade lönsamheten beror främst på högre omsättning och lägre marknadsföringskostnader. Omsättningen drivs av ökat AUM, stor mängd förmedlat kapital och vissa engångseffekter hänförliga förflyttningen av inkassoportföljerna. SaveLend aktiverar vissa utvecklingskostnader, vilket påverkar resultatet positivt, men även exklusive aktiveringar levererar segmentet ett positivt rörelseresultat.

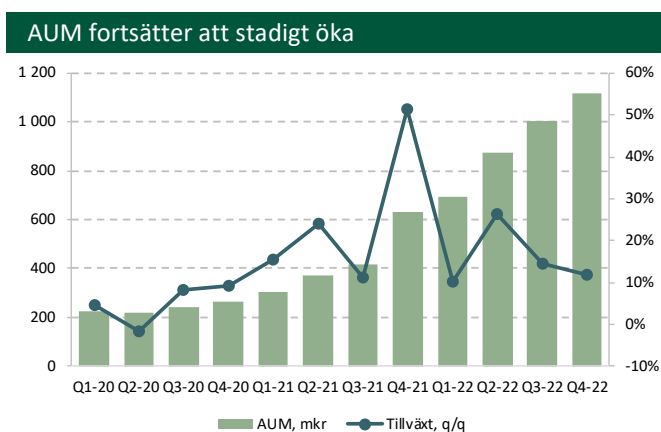
Sparplattformen har under kvartalet sett ett större utflöde än vanligt. Utflödet har mer än väl kompensats av tillflödet av nya kunder samt ökat kapital från institutioner. Exempelvis har den tyska kreditspecialisten nordIX valt att öka sitt investerade kapital från 50 – 100 mkr.

Till följd av en oroligare omvärld med krig, inflation och stigande räntor väljer SaveLend att ännu noggrannare analysera riskerna i krediterna för att minimera kreditförluster. Kostnaden av de ökade kvalitetskontrollerna blir en längre och dyrare valideringsprocess. Tack vare krediternas kvalitet blev SaveLend belönade med högsta poäng i 4thWays grundliga genomgång av SaveLend och deras krediter.

Marknadsföringskostnaderna uppgick till 10,4 mkr, vilket är lägre än tidigare kvartal 2022 då de i snitt legat på 11,5 mkr och under de två senaste kvartalen legat mellan 12,5–13,5 mkr. De låga marknadsföringskostnaderna tillsammans med vissa positiva engångseffekter för omsättningen gör att vi inte räknar med att denna resultatnivå behålls under kommande kvartal.



Källa: EPB, SaveLend



Källa: EPB, SaveLend

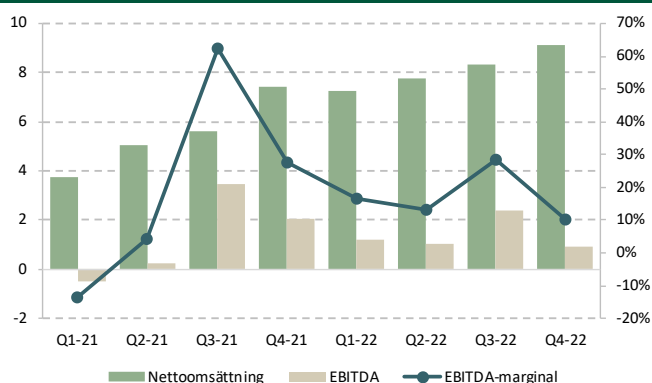
Jämnare fakturaflöde med en mer diversifierad kundstock

Billecta levererar ytterligare ett starkt kvartal med rekord i antal fakturatransaktioner och omsättning. Antalet fakturatransaktioner uppgick till 1,2 miljoner vilket innebär en tillväxt på 25,6% y/y. Med en omsättning på 9,1 mkr (7,4) blir intäkten per faktura 7,5 kr. EBITDA resultatet är fortsatt positivt, om än något lägre än historiskt. Lönsamheten minskar på grund av stigande provisionskostnader, vilket är normalt för det fjärde kvartalet, och för att personalkostnaden ökat.

Personalkostnaderna ökar för att Billecta, enligt ledningen, varit lite bortglömd och inte riktigt fått det fokus som verksamheten förtjänar. Under Q4 tillsattes en egen ledning och ny personal rekryterades för att klara den höga tillväxttakten. Effekten blev ett kvartal med lite lägre resultat än historiskt.

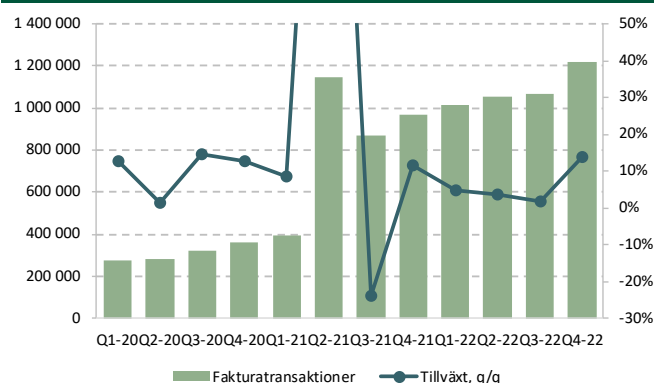
Det intressanta är att net revenue retention (NRR) rate uppgick till hela 134%. Innebörden av NRR är att de kunder som skickade minst en faktura förra året idag skickar 34% fler fakturor. Eftersom ökningen av det totala antalet fakturatransaktioner var lägre än så innebär det att de nya kunderna inte växer lika snabbt. En bidragande orsak kan vara att Billectas nyare kunders verksamheter inte är lika säsongsbetonade. De nya kunderna är till stor del hyresvärdar, BRF:er eller liknande, som fakturerar samma belopp varje månad oavsett om det är semester eller inte. Om den äldre kundstocken växer mycket under ett specifikt kvartal medan den nya kundstocken inte har samma tillväxtprofil blir det en obalans mellan de två tillväxttalen.

Billecta fortsätter att leverera tillväxt och positivt resultat



Källa: EPB, SaveLend

Nytt rekord i antal skickade fakturor



Källa: EPB, SaveLend

Tillförs 17,9 mkr från incitamentsprogram

Mellan den 12 november och 12 december löpte ett av incitamentsprogrammen ut. Utfallet blev att bolaget emitterar 1 952 423 nya aktier, vilket inbringade 17,9 mkr till bolaget. Vi ser det som positivt att flera personer i ledande positioner väljer att teckna sin andel samtidigt som det bidrar med kapital till bolaget. Tack vare incitamentsprogrammet minskar risken för nyemission och vi ser i dagsläget inget behov av ytterligare kapital.

Prognosförändringar

Kvartalet kom in enligt våra förväntningar, lite starkare resultat från EBITDA och nedåt än vi räknat med, men då marginalen stärktes av vissa engångsposter och en lägre marknadsföringskostnad än historiskt, väljer vi att mer eller mindre bibehålla våra estimat. Vi genomför en marginell nedjustering till följd av att inkassoportföljerna flyttas från balansräkningen, vilket kommer att medföra något lägre intäkter. I övrigt behåller vi våra prognoser oförändrade.

Att Europa lanseringen förskjuts några månader innebär inte några prognosförändringar. Sverige kommer att vara SaveLends huvudmarknad kommande år och i våra prognoser räknar vi endast med marginella intäkter från den europeiska verksamheten under första halvan av 2023.

Billecta fortsätter att uppvisa god tillväxt och pipeline av kunder ser fortsatt god ut. Vid årsskiftet genomfördes prisjusteringar i höjd med inflationen, som ligger kring 9%. Räknar vi med att NRR sjunker till 115% och att priset höjs med 9% krävs en volymökning från nya kunder med 16% för att nå våra prognoser om 40% tillväxt 2023. Vi anser antagandena vara sannolika och behåller därför våra tillväxtprognoser även för faktureringsplattformen.

Vi genomför inga större prognosförändringar

SEKm	Nya prognoser				Gamla prognoser				Förändring (%)			
	2022A	2023E	2024E	2025E	2022E	2023E	2024E	2025E	2022	2023E	2024E	2025E
Nettoomsättning	150	212	301	394	151	215	306	400	0%	-1%	-2%	-2%
Bruttoresultat	128	181	260	342	129	183	264	348	-1%	-1%	-2%	-2%
Bruttomarginal	85,1%	85,2%	86,4%	87,0%	85,7%	85,2%	86,4%	87,0%	-0,5 pp	0 pp	0 pp	0 pp
EBITDA, justerad	-4	12	50	103	-7	12	50	104	N.m.	-1%	-1%	-1%
EBITDA-marg.	Neg	5%	16%	26%	Neg	5%	16%	26%	N.m.	0 pp	0 pp	0 pp
EBIT, justerad	-24	-6	32	84	-26	-6	33	85	N.m.	N.m.	-2%	-1%
EBIT-marg.	Neg	Neg	11%	21%	Neg	Neg	11%	21%	N.m.	N.m.	0 pp	0 pp

Källa: EPB

Värdering

Vi fortsätter att använda Sum Of The Parts (SOTP) som värderingsmetod och EV/Sales multipel på våra försäljningsprognoser i kombination med en DCF-värdering.

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, starka varumärken och hög lönsamhet. Därmed är en rabatt motiverad jämfört Avanza och Nordnets multiplar, som idag uppgår till i snitt EV/S 10,3x för 2023.

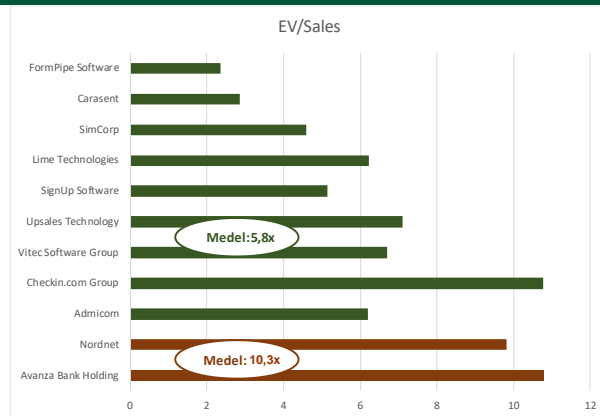
Till följd av ovan nämnda skillnader samt att vi ser en stigande oro på kreditmarknaden, har vi valt att sätta en rabatt på 65% mot Avanza och Nordnet. Detta innebär en EV/Sales-multipel på 3,6x för SaveLend. Applicerar vi det på vår prognos för 2023 får vi ett motiverat värde om 11,1 kr per aktie.

Känslighetsanalys SaveLend

		SaveLend sales mkr, 2023e				
		148	156	165	173	181
EV/Sales	3,0	8,3	8,8	9,2	9,7	10,2
	3,3	9,1	9,6	10,2	10,7	11,2
	3,6	10,0	10,5	11,1	11,6	12,2
	3,9	10,8	11,4	12,0	12,6	13,2
	4,2	11,6	12,3	12,9	13,6	14,2

Källa: EPB, FactSet 2023-02-22

Jämförelsegrupper



Källa: EPB, FactSet 2023-02-22

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 5,8x 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 5,8x på våra 2023e omsättningsprognoser, vilket ger ett motiverat värde på 5,1kr per aktie.

		Billecta sales mkr, 2023e				
		43	45	48	50	52
EV/Sales	5,2	4,1	4,4	4,6	4,8	5,1
	5,5	4,4	4,6	4,9	5,1	5,4
	5,8	4,6	4,9	5,1	5,4	5,6
	6,1	4,9	5,1	5,4	5,7	5,9
	6,4	5,1	5,4	5,7	5,9	6,2

Källa: EPB, FactSet 2023-02-22

När vi adderar de två segmentens värderingar ser vi ett sammanlagt värde för hela SaveLend på 16,0–16,2 kr per aktie. Vår DCF-värdering visar ett motiverat värde på 14 kr per aktie. Vi höjer därmed vårt motiverade värde från 14,0 – 14,1 kr per aktie till 15,0–16,0 kr per aktie.

Koncernens värdering

	Omsättning 2023e mkr	Peers multipel	Rabatt	Multipel	Motiverat värde
SaveLend	165	10,3	65%	3,6	11,1
Billecta	48	5,8	0%	5,8	5,1
Totalt					16,2

Källa: EPB, FactSet 2023-02-22

DCF

Nedan visas en DCF:en utifrån vår prognostiserade utveckling. Då vi inte genomfört några omfattande prognosförändringar, men ökat antalet aktier till följd av ett incitamentsprogram, sjunker DCF:ens värde till 14,0 kr från tidigare 14,5 kr per aktie.

Kassaflödesanalys inklusive känslighetsanalys

Valuation output				WACC assumptions		Sensitivity analysis																																																																																											
Sum of PV of FCF (explicit period)		463 594		Risk free nominal rate	2,5%	<table border="1"> <thead> <tr> <th colspan="2" rowspan="2"></th> <th colspan="5">Long-term growth rate</th> </tr> <tr> <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="4">WACC</th> <th>12,0%</th> <td>14,9</td> <td>15,3</td> <td>15,8</td> <td>16,4</td> <td>17,1</td> </tr> <tr> <th>12,5%</th> <td>14,0</td> <td>14,4</td> <td>14,9</td> <td>15,4</td> <td>15,9</td> </tr> <tr> <th>13,0%</th> <td>13,3</td> <td>13,6</td> <td>14,0</td> <td>14,5</td> <td>15,0</td> </tr> <tr> <th>13,5%</th> <td>12,6</td> <td>12,9</td> <td>13,3</td> <td>13,6</td> <td>14,1</td> </tr> <tr> <th>14,0%</th> <td>12,0</td> <td>12,3</td> <td>12,6</td> <td>12,9</td> <td>13,3</td> </tr> </tbody> </table> <table border="1"> <thead> <tr> <th colspan="2" rowspan="2"></th> <th colspan="5">Long-term EBIT margin</th> </tr> <tr> <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="4">WACC</th> <th>12,0%</th> <td>13,3</td> <td>14,5</td> <td>15,8</td> <td>17,1</td> <td>18,4</td> </tr> <tr> <th>12,5%</th> <td>12,5</td> <td>13,7</td> <td>14,9</td> <td>16,1</td> <td>17,3</td> </tr> <tr> <th>13,0%</th> <td>11,9</td> <td>13,0</td> <td>14,0</td> <td>15,1</td> <td>16,2</td> </tr> <tr> <th>13,5%</th> <td>11,3</td> <td>12,3</td> <td>13,3</td> <td>14,3</td> <td>15,3</td> </tr> <tr> <th>14,0%</th> <td>10,7</td> <td>11,6</td> <td>12,6</td> <td>13,5</td> <td>14,4</td> </tr> </tbody> </table>								Long-term growth rate					2,0%	2,5%	3,0%	3,5%	4,0%	WACC	12,0%	14,9	15,3	15,8	16,4	17,1	12,5%	14,0	14,4	14,9	15,4	15,9	13,0%	13,3	13,6	14,0	14,5	15,0	13,5%	12,6	12,9	13,3	13,6	14,1	14,0%	12,0	12,3	12,6	12,9	13,3			Long-term EBIT margin					15,0%	17,5%	20,0%	22,5%	25,0%	WACC	12,0%	13,3	14,5	15,8	17,1	18,4	12,5%	12,5	13,7	14,9	16,1	17,3	13,0%	11,9	13,0	14,0	15,1	16,2	13,5%	11,3	12,3	13,3	14,3	15,3	14,0%	10,7	11,6	12,6	13,5	14,4
		Long-term growth rate																																																																																															
		2,0%	2,5%	3,0%	3,5%							4,0%																																																																																					
WACC	12,0%	14,9	15,3	15,8	16,4							17,1																																																																																					
	12,5%	14,0	14,4	14,9	15,4							15,9																																																																																					
	13,0%	13,3	13,6	14,0	14,5							15,0																																																																																					
	13,5%	12,6	12,9	13,3	13,6							14,1																																																																																					
14,0%	12,0	12,3	12,6	12,9	13,3																																																																																												
		Long-term EBIT margin																																																																																															
		15,0%	17,5%	20,0%	22,5%							25,0%																																																																																					
WACC	12,0%	13,3	14,5	15,8	17,1	18,4																																																																																											
	12,5%	12,5	13,7	14,9	16,1	17,3																																																																																											
	13,0%	11,9	13,0	14,0	15,1	16,2																																																																																											
	13,5%	11,3	12,3	13,3	14,3	15,3																																																																																											
14,0%	10,7	11,6	12,6	13,5	14,4																																																																																												
PV of terminal value (perpetuity formula)		290 174		Risk premium	5,5%																																																																																												
Enterprise value		753 767		Extra risk premium	5,0%																																																																																												
Latest net debt		1 900		Beta	1,0																																																																																												
Minority interests & other		0		Cost of equity	13,0%																																																																																												
Equity value		751 867		Cost of debt (pre-tax)	6,0%																																																																																												
No. of shares outstanding (thousand)		53 553		Tax rate	21%																																																																																												
Equity value per share (SEK)		14,0		Target debt/(debt + equity)	0%																																																																																												
				WACC	13,0%																																																																																												
Implicit multipl.				Terminal value assumptions																																																																																													
	2022	2023	2024	Long term growth rate	3,0%																																																																																												
EV/Sales	5,0	3,6	2,5	Long term EBIT margin	20,0%																																																																																												
EV/EBITDA	-190,0	65,5	15,2	Depreciation (% of sales)	4,0%																																																																																												
EV/EBIT	-31,0	-119,8	23,6	Capex (% of sales)	5,0%																																																																																												
EV/NOPLAT	-39,0	-150,8	29,7	Working cap. (% of sales)	-1,0%																																																																																												
P/E				Tax rate	20,6%																																																																																												
ROIC/WACC																																																																																																	
Current Share price			9																																																																																														

Källa: EPB

Resultaträkning

	2019	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e	2026e
Nettoomsättning	45	56	94	150	212	301	394	493
Övriga rörelseintäkter	4	7	8	17	15	15	15	15
Totala intäkter	49	63	102	168	227	316	409	508
Kostnad sålda varor	-4	-5	-10	-22	-31	-41	-51	-64
Bruttoresultat	45	58	92	145	196	275	358	444
Försäljningskostnader	-13	-19	-38	-46	-63	-87	-107	-140
Administrationskostnader	-10	-12	-29	-29	-35	-41	-44	-49
Övriga rörelsekostnader	-24	-34	-43	-74	-87	-98	-104	-142
EBITDA	-1	-7	-6	-9	12	50	103	113
Jämförelsestörande poster	0	0	12	-5	0	0	0	0
EBITDA, justerad	-1	-7	-18	-4	12	50	103	113
Avskrivningar	-6	-7	-10	-20	-18	-18	-18	-19
EBITA, justerad	-7	-14	-28	-24	-6	32	84	94
EBIT	-7	-14	-16	-29	-6	32	84	94
EBIT, justerad	-7	-14	-28	-24	-6	32	84	94
Finansnetto	-2	-1	-1	-2	3	3	3	3
Resultat före skatt	-9	-15	-17	-31	-3	35	87	96
Resultat före skatt, justerad	-9	-15	-29	-26	-3	35	87	96
Total skatt	1	1	1	-2	-2	-2	-20	-22
Nettoresultat	-8	-14	-17	-33	-5	33	67	74
Nettoresultat, justerad	-8	-14	-29	-28	-5	33	67	74
Intäktstillväxt	-	30%	62%	64%	36%	39%	29%	24%
Bruttomarginal	>100%	>100%	98,1%	96,7%	92,3%	91,4%	90,9%	90,1%
EBIT-marginal, justerad	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	10,6%	21,4%	19,0%
EPS, justerad	-2,44	-4,10	-0,60	-0,54	-0,09	0,62	1,26	1,39
EPS-tillväxt, justerad	-	N.m.	N.m.	N.m.	N.m.	N.m.	>100%	10%

Källa: SaveLend Group, EPB

Kassaflödesanalys

	2019	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e	2026e
EBIT	-7	-14	-16	-29	-6	32	84	94
Övriga kassaflödesposter	7	6	-3	15	19	19	1	-1
Förändringar i rörelsekapital	-7	-5	-3	11	3	-5	-5	0
Kassaflöde från den operationella verksamheten	-8	-13	-22	-3	16	46	80	93
Investeringar i anläggningstillgångar	0	0	-3	-3	-2	-3	-3	-4
Investeringar i immateriella anläggningstillgångar	-4	-7	-8	-21	-15	-15	-15	-15
Övrigt Kassaflöde från investeringar	0	-11	-30	41	0	0	0	0
Kassaflöde från investeringsverksamhet	-4	-18	-42	17	-17	-18	-19	-20
Fritt kassaflöde	-12	-31	-63	14	-1	28	62	73
Förvärv och avyttringar	0	0	1	-10	0	0	0	0
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	-34	-45
Övriga poster	-4	-5	-12	-127	0	0	0	0
Kassaflöde från finansieringsverksamhet	16	25	82	-17	0	0	-33	-44
Kassaflöde	4	-6	19	-3	-1	28	29	29
Nettoskuld	-6	-2	-15	0	1	-27	-52	-79

Källa: SaveLend Group, EPB

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	82	81	80	78
Materiella anläggningstillgångar	3	2	4	3	4	4	6	8
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	148	148	148	149
Kundfordringar	6	13	17	5	8	13	18	17
Övriga omsättningstillgångar	33	31	104	149	174	230	292	367
Likvida medel och kortfristiga placeringar	10	4	23	20	19	48	76	106
Summa omsättningstillgångar	48	48	144	174	201	290	387	489
SUMMA TILLGÅNGAR	109	124	294	323	349	439	535	639
EGET KAPITAL OCH SKULDER								
Eget kapital	54	40	80	106	102	135	169	198
Summa eget kapital	54	40	80	106	102	135	169	198
Långfristiga räntebärande skulder	0	0	2	12	12	12	12	12
Långfristiga leasingkulder	2	1	2	1	1	1	1	1
Övriga långfristiga skulder	8	25	64	15	15	15	16	16
Summa långfristiga skulder	10	26	68	27	28	28	29	29
Kortfristiga räntebärande skulder	0	0	2	6	4	5	6	8
Leverantörsskulder	3	4	9	9	13	14	16	17
Kortfristiga leasingkulder	1	1	2	2	3	4	5	6
Övriga kortfristiga skulder	40	52	133	173	200	254	311	380
Summa kortfristiga skulder	45	57	146	190	220	276	338	411
SUMMA EGET KAPITAL OCH SKULDER	109	124	294	323	349	439	535	639

Källa: SaveLend Group, EPB

Tillväxt och marginaler

	2019	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e	2026e
Intäkstillväxt	-	30%	62%	64%	36%	39%	29%	24%
EBITDA-tillväxt, justerad	-	N.m.	N.m.	N.m.	N.m.	>100%	>100%	10%
EBIT-tillväxt, justerad	-	N.m.	N.m.	N.m.	N.m.	N.m.	>100%	11%
EPS-tillväxt, justerad	-	N.m.	N.m.	N.m.	N.m.	N.m.	>100%	10%
Bruttomarginal	>100%	>100%	98,1%	96,7%	92,3%	91,4%	90,9%	90,1%
EBITDA-marginal	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	5,4%	16,5%	26,1%	22,9%
EBITDA-marginal, justerad	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	5,4%	16,5%	26,1%	22,9%
EBIT-marginal	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	10,6%	21,4%	19,0%
EBIT-marginal, justerad	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	10,6%	21,4%	19,0%
Vinst-marginal, justerad	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	11,1%	17,1%	15,1%

Källa: SaveLend Group, EPB

Avkastning

	2019	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e	2026e
ROE, justerad	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	28%	44%	40%
ROCE, justerad	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	26%	50%	46%
ROIC, justerad	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	30%	75%	80%

Källa: SaveLend Group, EPB

Kapitaleffektivitet

	2019	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e	2026e
Kundfordringar / totala intäkter	12%	21%	16%	3%	4%	4%	4%	3%
Leverantörsskulder / KSV	84%	76%	86%	41%	41%	33%	31%	27%
Totala kortfristiga skulder / totala kostnader	89%	82%	>100%	>100%	>100%	>100%	>100%	>100%
Rörelsekapital / totala intäkter	-10%	-19%	-21%	-16%	-14%	-8%	-4%	-3%
Kapitalomsättningshastighet	0,8x	1,5x	1,2x	1,3x	1,9x	2,0x	2,1x	2,3x

Källa: SaveLend Group, EPB

Finansiell ställning

	2019	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e	2026e
Nettoskuld	-6	-2	-15	0	1	-27	-52	-79
Soliditet	50%	33%	27%	33%	29%	31%	31%	31%
Nettoskuld / EBITDA	5,7x	0,3x	2,5x	0,0x	0,1x	-0,5x	-0,5x	-0,7x

Källa: SaveLend Group, EPB

Aktiedata

	2019	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e	2026e
EPS	-2,44	-4,10	-0,35	-0,63	-0,09	0,62	1,26	1,39
EPS, justerad	-2,44	-4,10	-0,60	-0,54	-0,09	0,62	1,26	1,39
FCF per aktie	-3,55	-8,64	-1,34	0,27	-0,02	0,52	1,15	1,37
Utdelning per aktie	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,63	0,83
Eget kapital per aktie	16,2	11,7	1,68	2,06	1,90	2,52	3,15	3,70
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, EPB

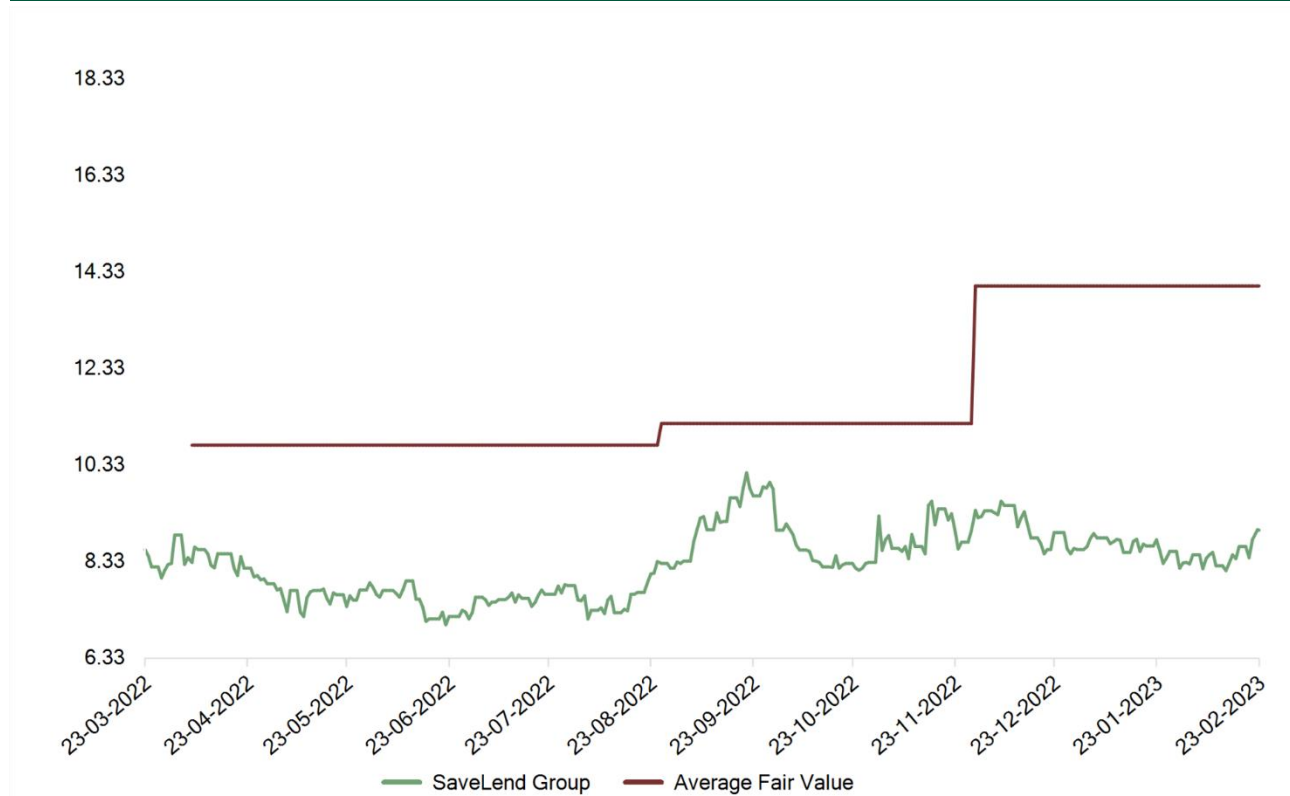
Värdering

	2019	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e	2026e
P/E, justerad	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	14,5x	7,2x	6,5x
P/EK	Neg.	Neg.	4,9x	4,2x	4,7x	3,6x	2,9x	2,4x
P/FCF	Neg.	Neg.	Neg.	32,0x	Neg.	17,3x	7,8x	6,6x
FCF-yield	Neg.	Neg.	Neg.	3%	Neg.	6%	13%	15%
Direktavkastning	Neg.	Neg.	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	7,0%	9,2%
Utdelningsandel, justerad	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	50,0%	60,0%
EV/Sales	Neg.	Neg.	3,7x	2,6x	2,1x	1,5x	1,2x	1,0x
EV/EBITDA, justerad	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	42,0x	9,8x	4,7x	4,3x
EV/EBIT, justerad	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	15,1x	5,7x	5,2x
EV	Neg.	Neg.	374	443	484	484	484	484
Aktiekurs	-	-	8,2	8,6	9,0	9,0	9,0	9,0

Källa: SaveLend Group, EPB

Aktiekurs och genomsnittligt motiverat värde

SaveLend Group (YIELD SS EQUITY)



Källa: EPB, IDC

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 frånsäger 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