



## ERIK PENSER BANK

Penser Access | Övriga finansiella tjänster | Sverige | 22 maj 2023

# SaveLend Group

## Risken minskar och tillväxtpotentialen kvarstår

### Fortsatt hög tillväxt under en händelserik inledning

Omsättningen ökade med 50% jämfört med föregående år, varav 38% var organisk tillväxt och 12% förvärvad tillväxt. Både sparplattformen och faktureringsplattformen bidrog till tillväxten med 55% respektive 42% och båda noterade rekordnivåer i AUM och antal fakturatransaktioner. Ökade intäkter och fortsatt god kostnadskontroll resulterade i EBITDA på 4,5 mkr (-3,0) och var för tredje kvartalet i rad positivt. Det förbättrade resultatet återspeglas i ett starkt fritt kassaflöde om 0 mkr. De mest betydelsefulla händelserna under inledningen av 2023 inkluderar förvärvet av Lendify, utvecklingen av den egna kreditförmedlaren Flex samt godkännandet för gräsrotsfinansiering. Genom förvärvet av Lendify blir SaveLend Nordens ledande P2P-aktör.

### Sänker marknadsföringskostnaderna, vilket höjer resultatet och stärker kassaflödet

Den organiska tillväxten var i linje med våra tillväxtförväntningar för helåret, varpå vi behåller våra omsättningsestimater. Marknadsföringskostnaderna var lägre än förväntat, varför vi sänker våra prognoser. Det skulle kunna påverka omsättningstillväxten negativt, men vi räknar med att det kompenseras av förvärvet av Lendify. Vi räknar med att bolaget kommer fortsätta att vara försiktiga med marknadsföringskostnaderna tills man uppnår positivt kassaflöde. Därför sänker vi våra kostnadsprognoser för året.

### Sänker rabatten mot jämförelsebolag

Vi tycker att SaveLend gör mycket rätt. Det ökade fokuset på lönsamhet och kassaflöden minskar risken samtidigt som potentialen bevaras. Förvärvet av Lendify visar att bolaget kan fortsätta vara aggressivt och skapa värde även när man är kostnadsmedveten. Vid vår värdering av SaveLend använder vi en kombination av SOTP-värdering och DCF-metoden. De lägre marknadsföringskostnaderna återspeglas i ett högre DCF-värde och tack vare den kontinuerliga lönsamhetsförbättringen minskar vi rabatten i förhållande till jämförelsebolagen. Vi behåller vårt motiverade värde på 15-16 kr per aktie.

Estimatändring				Prognos (mkr)				Värde och risk														
	23e	24e	25e		2022	2023e	2024e	2025e	Motiverat värde	15 - 16 kr												
Totala intäkter	0,4%	0,4%	0,4%	Totala intäkter	168	228	317	410	Aktiekurs	8,0 kr												
EBITDA, just.	77,0%	1,0%	0,7%	Tillväxt	64%	36%	39%	29%	Riskenivå	Medium												
EPS, just.	-9,6%	1,0%	0,7%	EBITDA, just.	-4	20	50	104	<b>Kursutveckling 12 mån</b> 													
<b>Kommande händelser</b>				EBIT, just.	-24	-2	31	84														
Q2 - rapport	15 augusti 2023			EPS, just.	-0,5	-0,1	0,5	1,2														
Q3 - rapport	14 november 2023			EPS-tillväxt, just.	N.m.	N.m.	N.m.	>100%														
<b>Bolagsfakta (mkr)</b>				EK/aktie	2,1	1,9	2,4	3,0	<b>Intressekonflikter</b> <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		✓																				
Antal aktier	54m			Utdelning per aktie	0,0	0,0	0,0	0,6														
Börsvärde	428			EBIT-marginal	Neg.	Neg.	10,3%	21,3%														
Nettoskuld	4			ROE, just.	Neg.	Neg.	23,6%	43,7%														
EV	433			ROCE, just.	Neg.	Neg.	24,3%	52,6%														
Free float	55%			EV/Sales	2,6x	1,9x	1,4x	1,1x														
Daglig handelsvolym, snitt	26k			EV/EBITDA	-	21,2x	8,6x	4,2x														
Bloomberg Ticker	YIELD SS EQUITY			EV/EBIT	-	-	13,9x	5,2x														
				P/E, just.	-	-	15,9x	6,8x														
<b>Analytiker</b>				P/EK	4,2x	4,2x	3,3x	2,7x														
Hugo Lisjo				Direktavkastning	0,0%	0,0%	0,0%	7,3%														
hugo.lisjo@penser.se				FCF yield	3%	1%	6%	14%														
				Nettoskuld/EBITDA	0,0x	-0,2x	-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 10,2 kr och för Billecta om 5,6 kr, vilket ger ett totalt värde om 15,7 kr för koncernen. Vi ser därmed ett motiverade värde om 15-16 kr per aktie.

## **Händelserik inledning av 2023**

Inledningen av 2023 har varit händelserik med flera händelser som fört bolaget framåt både på kort och lång sikt. Ett av SaveLends dotterbolag har blivit det första företaget i Sverige att erhålla godkännande för gräsrotsfinansiering från Finansinspektionen. Tillståndet är giltigt inom hela Europa och öppnar upp möjligheter för bolagets produkter att internationaliseras. Detta är en viktig milstolpe i SaveLends fortsatta expansion till större marknader inom Europa. Även om vi inte förväntar oss att tillståndet kommer att generera extra intäkter på kort sikt, så utgör det en viktig pusselbit för framtida tillväxt.

Under kvartalet lanserade SaveLend sin egenutvecklade kreditförmedlare Flex. Med Flex kan spararna själva välja vilken typ av krediter de vill investera i och SaveLend analyserar krediterna från externa kreditförmedlare för att förvärva de krediter som matchar spararnas preferenser. Genom att använda externa kreditförmedlare minskar intäkten per kredit, men eftersom processen är automatiserad krävs inga ytterligare rörelsekostnader, vilket är positivt för rörelseresultatet. Dessutom möjliggör samarbetet med externa kreditförmedlare att SaveLend snabbare kan investera både nytt och befintligt kapital från spararna, vilket ökar kundnöjdheten och gör det möjligt att hantera större kapitalflöden till sparplattformen. Vi såg under kvartalet att investeringsgraden ökade, vilket bland annat beror på Flex.

Efter kvartalets utgång förvärvade SaveLend den konkurrerande P2P-plattformen Lendify av den danska neo banken Lunar. Genom förvärvet tillförs SaveLend ca 450 mkr i AUM, 20 000 nya kunder och varumärket Lendify, vilket för dem till Nordens största P2P-sparplattform. Köpeskillingen utgörs till 100% av intäktsdelning, 50/50, från kundernas befintliga investeringar. Således krävs ingen stor utbetalning som kräver nytt kapital, utan förvärvet förvärvas successivt i takt med intäkterna och kassaflödet. Intäktsdelningen omfattar endast befintligt investerat kapital, eventuella återinvesteringar från kunderna tillfaller SaveLend i sin helhet.

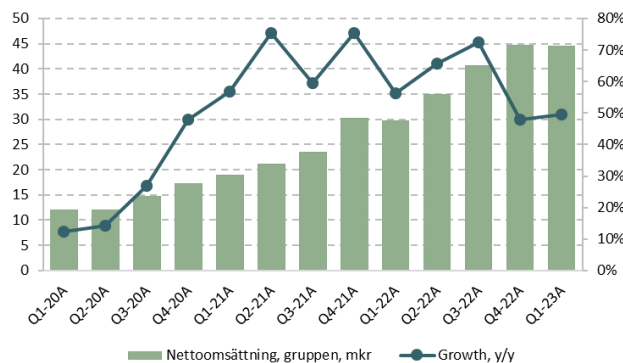
Kunderna kommer att migreras till SaveLends automatiserade sparplattform, vilket innebär att det inte kommer att krävas betydande ökning av OPEX för att hantera det nya kapitalet. Detta resulterar i att de nya intäkterna kommer att ha en tydligt positiv effekt på EBITDA-marginalen. Vi ser flera positiva aspekter med förvärvet. Såklart för att det stärker resultatet utan att påverka kassaflödet negativt eller utspädning av antalet aktier. Dessutom stärker förvärvet bolagets position som den ledande P2P-aktören och ger oss tillgång till ett välkänt varumärke.

För att underlätta för spararna har bolaget lanserat sparstrategier. Spararna kan nu själva välja önskad risknivå och förväntad avkastning. För de kunder som föredrar en mer aktiv roll och att fatta egna beslut finns fortfarande det alternativet tillgängligt. De nya sparstrategierna förenklar sparandet och ger kunderna en tydligare bild av sina investeringar och förväntade resultat.

## Kvartalet i detalj

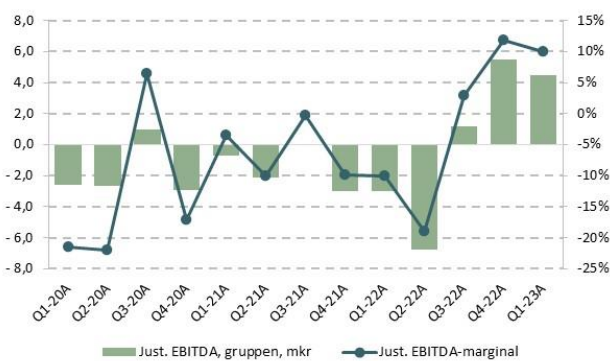
Historiskt sett har det första kvartalet varit något svagare än de övriga kvartalen. Trots detta fortsätter bolaget att upprätthålla en hög tillväxttakt på 50%, varav 38% utgörs av organisk tillväxt och 12% av förvärvad tillväxt. För tredje kvartalet i rad redovisade bolaget en positiv justerad EBITDA på 4,5 mkr (-3,0), vilket motsvarar en marginal på 10%. Både sparplattformen och faktureringsplattformen uppnådde nya rekord, med AUM på 1,17 mdr (0,63) och antalet hanterade fakturor ökade till 1,28 miljoner (1,01), samtidigt som intäkten per faktura steg till 7,7 kr.

Gruppens nettoomsättning per kvartal, mkr



Källa: EPB, SaveLend

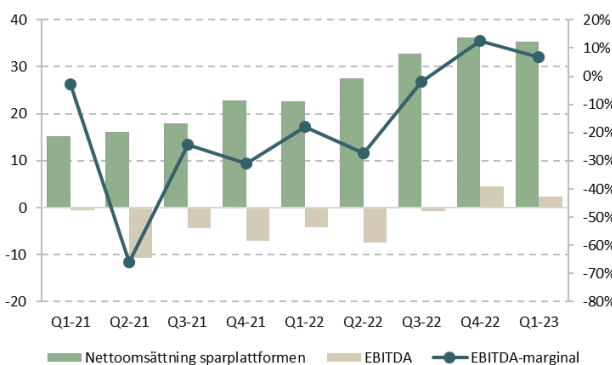
Gruppens justerade EBITDA per kvartal, mkr



Källa: EPB, SaveLend

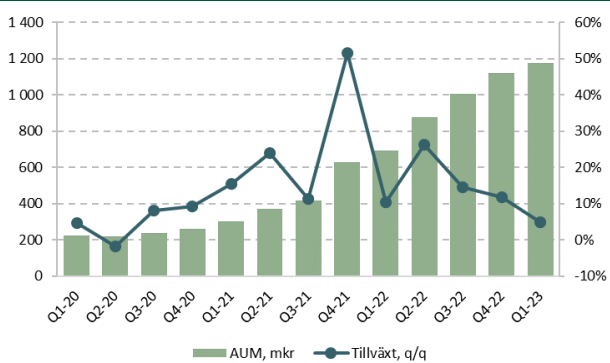
Tillväxten i AUM tillskrivs både en ökning av antalet privatsparare och större investeringar från mer seniort kapital, såsom institutioner och Family Office. Under kvartalet var det framför allt det seniora kapitalet som bidrog till ökningen. Det är en naturlig utveckling eftersom dessa sparare vanligtvis investerar större belopp än privatpersoner. För Billecta är det positivt att partneravtalen fortsätter att ge önskvärd tillväxt och att prisökningar påverkar intäkterna per faktura positivt. Intäkterna för segmentet steg med 42% till 8,4 mkr (5,9).

Sparplattformens utveckling, mkr



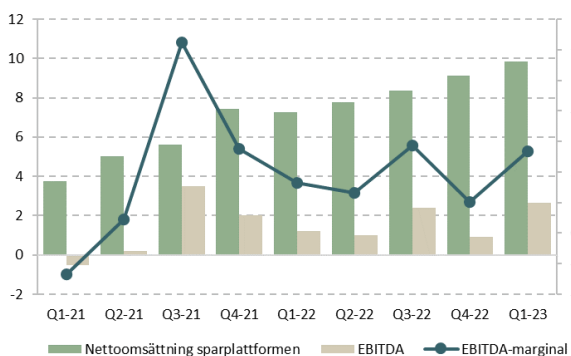
Källa: EPB, SaveLend

Utveckling i AUM, mkr



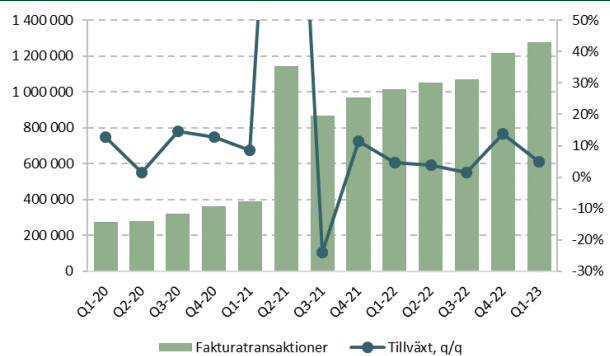
Källa: EPB, SaveLend

Faktureringsplattformens utveckling, mkr



Källa: EPB, SaveLend

Antal skickade fakturor



Källa: EPB, SaveLend

## Prognosförändringar

I stort motsvarande kvartalet våra förväntningar för helåret, vilket resulterar i ett fåtal förändringar. Den totala tillväxten överträffade våra helårsestimat, medan den organiska tillväxten låg i linje med våra prognoser. Eftersom detta var det sista kvartalet med förvärvad tillväxt, innan Lendify-förvärvet, väljer vi att inte göra några förändringar till följd av detta. Integrationen av Lendify kommer att pågå under sommaren och intäkterna kommer att genereras allt eftersom kredittiderna löper ut. Ökningen av intäkterna kommer därför att ske successivt under de kommande åren. Våra omsättningsestimat ligger klart över bolagets finansiella mål för 2025, vilka kommer att revideras under hösten. Mot bakgrund av detta gör vi inga ändringar av nettoomsättningen för närvarande.

Bolagets förbättrade kostnadsmedvetenhet har resulterat i betydligt lägre marknadsföringskostnader, vilket gör att vi sänker våra estimat för marknadsföringskostnader för innevarande år med 15%. Vi förväntar oss att marknadsföringskostnaderna kommer att öka först när kassaflödet blir positivt, enligt våra prognoser förväntas detta ske mot slutet av 2023. Lägre marknadsföringskostnader kan leda till lägre omsättningstillväxt, men vi räknar med att den potentiellt lägre tillväxten kompenseras av förvärvet av Lendiy. Därav behåller vi våra tillväxtestimat intakta.

### Vi sänker marknadsföringskostnaderna

SEKm	Nya prognoser			Gamla prognoser				Förändring (%)		
	2023E	2024E	2025E	2022A	2023E	2024E	2025E	2023E	2024E	2025E
Nettoomsättning	213	302	395	150	212	301	394	0%	0%	0%
Bruttoresultat	<b>181</b>	<b>261</b>	<b>344</b>	<b>128</b>	<b>181</b>	<b>260</b>	<b>342</b>	<b>0%</b>	<b>0%</b>	<b>0%</b>
<b>Bruttomarginal</b>	<b>85,2%</b>	<b>86,4%</b>	<b>87,0%</b>	<b>85,1%</b>	<b>85,2%</b>	<b>86,4%</b>	<b>87,0%</b>	<b>0 pp</b>	<b>0 pp</b>	<b>0 pp</b>
Marknadsföringskostnader	-53	-87	-107	-46	-63	-87	-107	-15%	0%	0%
Personalkostnader	-36	-41	-44	-29	-35	-41	-44	3%	0%	0%
Övriga externa kostnader	-84	-95	-100	-72	-84	-95	-100	0%	0%	0%
Övriga rörelsekostnader	-2	-2	-3	-1	-2	-2	-3	0%	0%	0%
EBITDA, justerad	20	50	104	-4	12	50	103	77%	1%	1%
<b>EBITDA-marg.</b>	<b>10%</b>	<b>17%</b>	<b>26%</b>	<b>Neg</b>	<b>5%</b>	<b>16%</b>	<b>26%</b>	<b>4,1 pp</b>	<b>0,1 pp</b>	<b>0,1 pp</b>

Källa: EPB

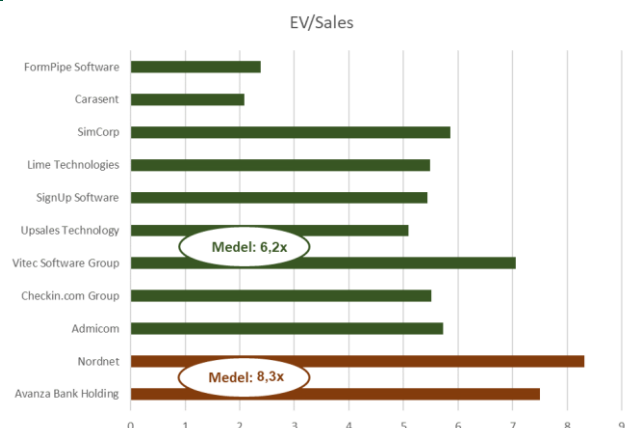
## Värdering

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 track-record, starka varumärken och hög lönsamhet. Därmed är en rabatt motiverad jämfört Avanza och Nordnets multiplar, som idag uppgår till i snitt EV/S 8,3x för 2023.

Till följd av ovan nämnda skillnader samt att vi ser en stigande oro på kreditmarknaden, har vi valt att sätta en rabatt mot Avanza och Nordnet. Tidigare har vi haft 65% rabatt, men då SaveLend redovisat två kvartal i rad med positivt EBITDA väljer vi nu att sänka rabatten med 5 procentenheter till 60%. Detta innebär en EV/Sales-multipel på 3,3x för SaveLend. Applicerar vi det på vår prognos för 2023 får vi ett motiverat värde om 10,2 kr per aktie.

### Jämförelsegrupper



Källa: EPB, Factset 2023-05-19

### Känslighetsanalys SaveLend

		SaveLend sales mkr, 2023e				
		148	156	165	173	181
EV/Sales	2,7	7,5	7,9	8,3	8,7	9,1
	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

Källa: EPB, Factset 2023-05-19

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 6,2x 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 6,2x på våra 2023e omsättningsprognoser, vilket ger ett motiverat värde på 5,6kr per aktie.

### Känslighetsanalys Billecta

		Billecta sales mkr, 2023e				
		43	46	48	51	53
EV/Sales	5,6	4,5	4,8	5,0	5,3	5,5
	5,9	4,8	5,0	5,3	5,5	5,8
	6,2	5,0	5,3	5,6	5,8	6,1
	6,5	5,2	5,5	5,8	6,1	6,4
	6,8	5,5	5,8	6,1	6,4	6,7

Källa: EPB, Factset 2023-05-19

När vi adderar de två segmentens värderingar ser vi ett sammanlagt värde för hela SaveLend på 15,7 kr per aktie. Vår DCF-värdering visar ett motiverat värde på 14,4 kr per aktie. Vi behåller därmed vårt motiverade om 15-16 kr per aktie.

## Koncernens värdering

	Omsättning 2023e mkr	Peers multipel	Rabatt	Multipel	Motiverat värde
SaveLend	165	8,3	60%	3,3	10,2
Billecta	48	6,2	0%	6,2	5,6
<b>Totalt</b>					<b>15,7</b>

Källa: EPB, Factset 2023-05-19

## DCF

Nedan visas en DCF:en utifrån vår prognostiserade utveckling. Då vi sänker marknadsföringskostnaderna ökar DCF:ens värde till 14,4 från tidigare 14,0 kr per aktie.

## Kassaflödesanalys inclusive känslighetsanalys

Valuation output				WACC assumptions		Sensitivity analysis																																																		
Sum of PV of FCF (explicit period)		477 019		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>12,0%</th> <td>15,2</td> <td>15,7</td> <td>16,2</td> <td>16,8</td> <td>17,5</td> </tr> <tr> <th>12,5%</th> <td>14,4</td> <td>14,8</td> <td>15,3</td> <td>15,8</td> <td>16,4</td> </tr> <tr> <th>13,0%</th> <td>13,7</td> <td>14,0</td> <td>14,4</td> <td>14,9</td> <td>15,4</td> </tr> <tr> <th>13,5%</th> <td>13,0</td> <td>13,3</td> <td>13,7</td> <td>14,0</td> <td>14,5</td> </tr> <tr> <th>14,0%</th> <td>12,3</td> <td>12,6</td> <td>13,0</td> <td>13,3</td> <td>13,7</td> </tr> </tbody> </table>								Long-term growth rate							2,0%	2,5%	3,0%	3,5%	4,0%	WACC	12,0%	15,2	15,7	16,2	16,8	17,5	12,5%	14,4	14,8	15,3	15,8	16,4	13,0%	13,7	14,0	14,4	14,9	15,4	13,5%	13,0	13,3	13,7	14,0	14,5	14,0%	12,3	12,6	13,0	13,3	13,7
		Long-term growth rate																																																						
		2,0%	2,5%	3,0%	3,5%	4,0%																																																		
WACC	12,0%	15,2	15,7	16,2	16,8	17,5																																																		
	12,5%	14,4	14,8	15,3	15,8	16,4																																																		
	13,0%	13,7	14,0	14,4	14,9	15,4																																																		
	13,5%	13,0	13,3	13,7	14,0	14,5																																																		
	14,0%	12,3	12,6	13,0	13,3	13,7																																																		
PV of terminal value (perpetuity formula)		299 987		Risk premium	5,5%	<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>12,0%</th> <td>13,6</td> <td>14,9</td> <td>16,2</td> <td>17,6</td> <td>18,9</td> </tr> <tr> <th>12,5%</th> <td>12,8</td> <td>14,1</td> <td>15,3</td> <td>16,5</td> <td>17,7</td> </tr> <tr> <th>13,0%</th> <td>12,2</td> <td>13,3</td> <td>14,4</td> <td>15,6</td> <td>16,7</td> </tr> <tr> <th>13,5%</th> <td>11,6</td> <td>12,6</td> <td>13,7</td> <td>14,7</td> <td>15,7</td> </tr> <tr> <th>14,0%</th> <td>11,0</td> <td>12,0</td> <td>13,0</td> <td>13,9</td> <td>14,9</td> </tr> </tbody> </table>								Long-term EBIT margin							15,0%	17,5%	20,0%	22,5%	25,0%	WACC	12,0%	13,6	14,9	16,2	17,6	18,9	12,5%	12,8	14,1	15,3	16,5	17,7	13,0%	12,2	13,3	14,4	15,6	16,7	13,5%	11,6	12,6	13,7	14,7	15,7	14,0%	11,0	12,0	13,0	13,9	14,9
		Long-term EBIT margin																																																						
		15,0%	17,5%	20,0%	22,5%	25,0%																																																		
WACC	12,0%	13,6	14,9	16,2	17,6	18,9																																																		
	12,5%	12,8	14,1	15,3	16,5	17,7																																																		
	13,0%	12,2	13,3	14,4	15,6	16,7																																																		
	13,5%	11,6	12,6	13,7	14,7	15,7																																																		
	14,0%	11,0	12,0	13,0	13,9	14,9																																																		
Enterprise value		777 007		Extra risk premium	5,0%																																																			
Latest net debt		4 100		Beta	1,0																																																			
Minority interests & other		0		Cost of equity	13,0%																																																			
Equity value		772 907		Cost of debt (pre-tax)	6,0%																																																			
No. of shares outstanding (thousand)		53 553		Tax rate	21%																																																			
Equity value per share (SEK)		14,4		Target debt/(debt + equity)	0%																																																			
				WACC	13,0%																																																			
Implicit multipl.	2022	2023	2024																																																					
EV/Sales	5,2	3,6	2,6																																																					
EV/EBITDA	-195,8	38,1	15,5																																																					
EV/EBIT	-31,9	-503,8	24,9																																																					
EV/NOPLAT	-40,2	-634,5	31,4																																																					
P/E																																																								
ROIC/WACC																																																								
Current Share price			8																																																					
				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%																																																			

Källa: EPB

## Resultaträkning

	2019	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e	2026e
<b>Nettoomsättning</b>	<b>45</b>	<b>56</b>	<b>94</b>	<b>150</b>	<b>213</b>	<b>302</b>	<b>395</b>	<b>495</b>
Övriga rörelseintäkter	4	7	8	17	15	15	15	15
<b>Totala intäkter</b>	<b>49</b>	<b>63</b>	<b>102</b>	<b>168</b>	<b>228</b>	<b>317</b>	<b>410</b>	<b>510</b>
Kostnad sålda varor	-4	-5	-10	-22	-32	-41	-51	-64
<b>Bruttoresultat</b>	<b>45</b>	<b>58</b>	<b>92</b>	<b>145</b>	<b>197</b>	<b>276</b>	<b>359</b>	<b>446</b>
Försäljningskostnader	-13	-19	-38	-46	-53	-87	-107	-141
Administrationskostnader	-10	-12	-29	-29	-36	-41	-44	-49
Övriga rörelsekostnader	-24	-34	-43	-74	-87	-98	-104	-142
<b>EBITDA</b>	<b>-1</b>	<b>-7</b>	<b>-6</b>	<b>-3</b>	<b>20</b>	<b>50</b>	<b>104</b>	<b>114</b>
Jämförelsestörande poster	0	0	12	1	0	0	0	0
<b>EBITDA, justerad</b>	<b>-1</b>	<b>-7</b>	<b>-18</b>	<b>-4</b>	<b>20</b>	<b>50</b>	<b>104</b>	<b>114</b>
Avskrivningar	-6	-7	-10	-20	-22	-19	-20	-20
<b>EBITA, justerad</b>	<b>-7</b>	<b>-14</b>	<b>-28</b>	<b>-24</b>	<b>-2</b>	<b>31</b>	<b>84</b>	<b>94</b>
<b>EBIT</b>	<b>-7</b>	<b>-14</b>	<b>-16</b>	<b>-23</b>	<b>-2</b>	<b>31</b>	<b>84</b>	<b>94</b>
<b>EBIT, justerad</b>	<b>-7</b>	<b>-14</b>	<b>-28</b>	<b>-24</b>	<b>-2</b>	<b>31</b>	<b>84</b>	<b>94</b>
Finansnetto	-2	-1	-1	-2	-2	-2	-2	-2
<b>Resultat före skatt</b>	<b>-9</b>	<b>-15</b>	<b>-17</b>	<b>-25</b>	<b>-3</b>	<b>29</b>	<b>82</b>	<b>91</b>
<b>Resultat före skatt, justerad</b>	<b>-9</b>	<b>-15</b>	<b>-29</b>	<b>-26</b>	<b>-3</b>	<b>29</b>	<b>82</b>	<b>91</b>
Total skatt	1	1	1	-2	-2	-2	-19	-21
<b>Nettoresultat</b>	<b>-8</b>	<b>-14</b>	<b>-17</b>	<b>-27</b>	<b>-5</b>	<b>27</b>	<b>63</b>	<b>70</b>
<b>Nettoresultat, justerad</b>	<b>-8</b>	<b>-14</b>	<b>-29</b>	<b>-28</b>	<b>-5</b>	<b>27</b>	<b>63</b>	<b>70</b>
Intäktstillväxt	-	30%	62%	64%	36%	39%	29%	24%
Bruttomarginal	>100%	>100%	98,1%	96,7%	92,2%	91,4%	90,9%	90,1%
EBIT-marginal, justerad	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	10,3%	21,3%	19,0%
EPS, justerad	-2,44	-4,10	-0,60	-0,54	-0,10	0,50	1,17	1,31
EPS-tillväxt, justerad	-	N.m.	N.m.	N.m.	N.m.	N.m.	>100%	12%

Källa: SaveLend Group, EPB

## Kassaflödesanalys

	2019	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e	2026e
EBIT	-7	-14	-16	-23	-2	31	84	94
Övriga kassaflödesposter	7	6	-3	9	18	15	-2	-4
Förändringar i rörelsekapital	-7	-5	-3	11	3	-3	-5	-3
<b>Kassaflöde från den operationella verksamheten</b>	<b>-8</b>	<b>-13</b>	<b>-22</b>	<b>-3</b>	<b>20</b>	<b>43</b>	<b>78</b>	<b>87</b>
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
<b>Kassaflöde från investeringsverksamhet</b>	<b>-4</b>	<b>-18</b>	<b>-42</b>	<b>17</b>	<b>-17</b>	<b>-18</b>	<b>-19</b>	<b>-20</b>
<b>Fritt kassaflöde</b>	<b>-12</b>	<b>-31</b>	<b>-63</b>	<b>14</b>	<b>3</b>	<b>25</b>	<b>59</b>	<b>67</b>
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	-31	-42
Övriga poster	-4	-5	-12	-127	-7	0	0	0
<b>Kassaflöde från finansieringsverksamhet</b>	<b>16</b>	<b>25</b>	<b>82</b>	<b>-17</b>	<b>-6</b>	<b>0</b>	<b>-31</b>	<b>-42</b>
<b>Kassaflöde</b>	<b>4</b>	<b>-6</b>	<b>19</b>	<b>-3</b>	<b>-4</b>	<b>26</b>	<b>28</b>	<b>26</b>
<b>Nettoskuld</b>	<b>-6</b>	<b>-2</b>	<b>-15</b>	<b>0</b>	<b>-3</b>	<b>-28</b>	<b>-53</b>	<b>-76</b>

Källa: SaveLend Group, EPB



## Balansräkning

	2019	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e	2026e
<b>TILLGÅNGAR</b>								
Goodwill	33	33	40	57	57	57	57	57
Övriga immateriella tillgångar	23	24	59	83	78	76	74	71
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
<b>Summa anläggningstillgångar</b>	<b>60</b>	<b>75</b>	<b>150</b>	<b>149</b>	<b>144</b>	<b>143</b>	<b>142</b>	<b>142</b>
Kundfordringar	6	13	17	5	8	12	17	19
Övriga omsättningstillgångar	33	31	104	149	103	137	176	221
Likvida medel och kortfristiga placeringar	10	4	23	20	17	42	70	96
<b>Summa omsättningstillgångar</b>	<b>48</b>	<b>48</b>	<b>144</b>	<b>174</b>	<b>128</b>	<b>190</b>	<b>263</b>	<b>336</b>
<b>SUMMA TILLGÅNGAR</b>	<b>109</b>	<b>124</b>	<b>294</b>	<b>323</b>	<b>272</b>	<b>333</b>	<b>405</b>	<b>478</b>
<b>EGET KAPITAL OCH SKULDER</b>								
Eget kapital	54	40	80	106	101	128	160	188
<b>Summa eget kapital</b>	<b>54</b>	<b>40</b>	<b>80</b>	<b>106</b>	<b>101</b>	<b>128</b>	<b>160</b>	<b>188</b>
Långfristiga räntebärande skulder	0	0	2	12	5	5	5	5
Långfristiga leasingskulder	2	1	2	1	1	1	1	1
Övriga långfristiga skulder	8	25	64	15	15	16	16	16
<b>Summa långfristiga skulder</b>	<b>10</b>	<b>26</b>	<b>68</b>	<b>27</b>	<b>21</b>	<b>21</b>	<b>22</b>	<b>22</b>
Kortfristiga räntebärande skulder	0	0	2	6	4	5	6	8
Leverantörsskulder	3	4	9	9	13	14	16	17
Kortfristiga leasingskulder	1	1	2	2	3	4	5	6
Övriga kortfristiga skulder	40	52	133	173	129	162	196	236
<b>Summa kortfristiga skulder</b>	<b>45</b>	<b>57</b>	<b>146</b>	<b>190</b>	<b>150</b>	<b>184</b>	<b>223</b>	<b>268</b>
<b>SUMMA EGET KAPITAL OCH SKULDER</b>	<b>109</b>	<b>124</b>	<b>294</b>	<b>323</b>	<b>272</b>	<b>333</b>	<b>405</b>	<b>478</b>

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%	12%
EPS-tillväxt, justerad	-	N.m.	N.m.	N.m.	N.m.	N.m.	>100%	12%
Bruttomarginal	>100%	>100%	98,1%	96,7%	92,2%	91,4%	90,9%	90,1%
EBITDA-marginal	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	9,6%	16,6%	26,2%	23,0%
EBITDA-marginal, justerad	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	9,6%	16,6%	26,2%	23,0%
EBIT-marginal	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	10,3%	21,3%	19,0%
EBIT-marginal, justerad	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	10,3%	21,3%	19,0%
Vinst-marginal, justerad	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	8,9%	15,9%	14,2%

Källa: SaveLend Group, EPB

## Avkastning

	2019	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e	2026e
ROE, justerad	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	24%	44%	40%
ROCE, justerad	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	24%	53%	49%
ROIC, justerad	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	31%	81%	86%

Källa: SaveLend Group, EPB

## Kapitaleffektivitet

	2019	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e	2026e
Kundfordringar / totala intäkter	12%	21%	16%	3%	4%	4%	4%	4%
Leverantörsskulder / KSV	84%	76%	86%	41%	41%	33%	31%	27%
Totala kortfristiga skulder / totala kostnader	89%	82%	>100%	>100%	72%	69%	73%	68%
Rörelsekapital / totala intäkter	-10%	-19%	-21%	-16%	-14%	-8%	-5%	-3%
Kapitalomsättningshastighet	0,8x	1,5x	1,2x	1,3x	2,0x	2,2x	2,3x	2,5x

Källa: SaveLend Group, EPB

## Finansiell ställning

	2019	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e	2026e
Nettoskuld	-6	-2	-15	0	-3	-28	-53	-76
Soliditet	50%	33%	27%	33%	37%	38%	39%	39%
Nettoskulsättningsgrad	-0,1x	0,0x	-0,2x	0,0x	0,0x	-0,2x	-0,3x	-0,4x
Nettoskuld / EBITDA	5,7x	0,3x	2,5x	0,0x	-0,2x	-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	-0,52	-0,10	0,50	1,17	1,31
EPS, justerad	-2,44	-4,10	-0,60	-0,54	-0,10	0,50	1,17	1,31
FCF per aktie	-3,55	-8,64	-1,34	0,27	0,06	0,47	1,10	1,26
Utdelning per aktie	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,59	0,79
Eget kapital per aktie	16,2	11,7	1,68	2,06	1,89	2,39	2,98	3,50
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

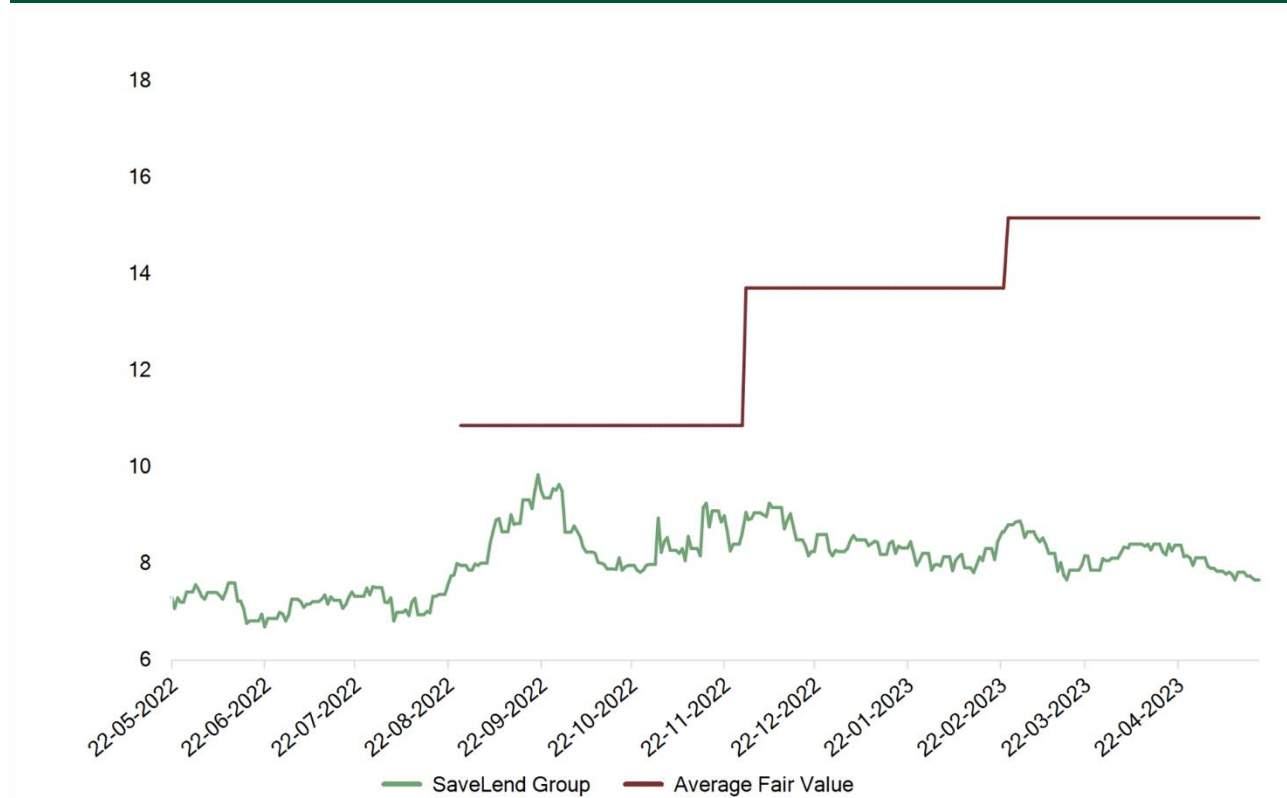
## Värdering

	2019	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e	2026e
P/E, justerad	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	15,9x	6,8x	6,1x
P/EK	Neg.	Neg.	4,9x	4,2x	4,2x	3,3x	2,7x	2,3x
P/FCF	Neg.	Neg.	Neg.	32,0x	145,3x	17,1x	7,2x	6,4x
FCF-yield	Neg.	Neg.	Neg.	3%	1%	6%	14%	16%
Direktavkastning	Neg.	Neg.	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	7,3%	9,8%
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	1,9x	1,4x	1,1x	0,8x
EV/EBITDA, justerad	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	21,2x	8,6x	4,2x	3,8x
EV/EBIT, justerad	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	13,9x	5,2x	4,6x
EV	Neg.	Neg.	374	443	433	433	433	433
Aktiekurs	-	-	8,2	8,6	8,0	8,0	8,0	8,0

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 informations spridning, 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)