



ERIK PENSER BANK

Penser Access | Övriga finansiella tjänster | Sverige | 16 augusti 2023

SaveLend Group

Efter regn kommer solsen

Förvärvar Lendify

Kvartalets utveckling har präglats av det stora förvärvet av Lendify som avslutades på rekordtid. Omsättningstillväxten uppgick till 16% y/y, vilket är lägre än vad bolaget historiskt vuxit och lägre än vad som krävdes för att nå våra helårsestimat. Faktureringsplattformen, Billecta, fortsatte att uppvisa god tillväxt och skickade fler fakturor än någonsin, samtidigt som tidigare genomförda prishöjningar höjde snittintäkten till 8 kr per faktura. Det var sparplattformen som inte uppvisade den tillväxt vi sett historiskt. För andra kvartalet i rad minskade intäkterna q/q. Det man ska ha i åtanke är att Q4'22 innehöll intäkter av engångskaraktär i form av omstruktureringen av inkassoportföljerna. Således ser vi Q2'23 som det första kvartalet med negativ underliggande q/q tillväxt.

Sänker tillväxttakten och våra kostnadsantaganden

Den lägre tillväxttakten ledde till revideringar av våra estimat. Vi förväntar oss att q/q-tillväxten är tillbaka redan i Q3 tack vare att det finns 138 mkr i klientmedel att sysselsätta, förvärvet kommer att bidra med ca 2 mkr samt att fastighetssegmentet återgår till normala nivåer. Under 2024 räknar vi med att nettoomsättningen växer med 25% organiskt och att förvärvet bidrar med ca 8 mkr, vilket motsvarar en total tillväxt om 30%. Bolaget har flera kvartal i rad visat att de inte behöver öka kostnaderna för att växa och därför sänker vi även våra kostnadsestimat.

Bedömer Q2 som mörkret innan ljusningen

Effekterna av förändringarna är lägre omsättning och marginellt högre marginal. Det får såklart en negativ effekt på vår värdering. Därför vi sänker vårt motiverade värde till 12-13 kr per aktie från tidigare 15-16 kr. I vår SOTP-värdering värderar vi sparplattformen till 8,4 kr per aktie och faktureringsplattformen till 4,7 kr, vilket ger ett totalt värde om 13 kr. Vi bedömer att tillväxttakten q/q åter blir positiv under H2, varför vi anser aktien vara attraktivt värderad.

Estimatändring				Prognos (mSEK)				Värde och risk														
	23e	24e	25e		2022	2023e	2024e	2025e	Motiverat värde	12,0 - 13,0 SEK												
Totala intäkter	-15,3%	-24,4%	-21,4%	Totala intäkter	168	193	240	322	Aktiekurs	6,8 SEK												
EBITDA, just.	-39,3%	-22,9%	-18,3%	Tillväxt	64%	15%	24%	34%	Riskenivå	Medium												
EPS, just.	N.m.	-56,8%	-24,5%	EBITDA, just.	-4	12	39	85	Kursutveckling 12 mån													
Kommande händelser				EBIT, just.	-24	-12	15	64														
Q3 - rapport	14 november 2023			EPS, just.	-0,5	-0,3	0,2	0,9														
Q4 - rapport				EPS-tillväxt, just.	N.m.	N.m.	N.m.	>100%														
				EK/aktie	2,1	1,7	1,9	2,4														
Bolagsfakta (mSEK)				Utdelning per aktie	0,0	0,0	0,0	0,4														
Antal aktier	54m			EBIT-marginal	Neg.	Neg.	6,8%	20,3%														
Börsvärde	391			ROE, just.	Neg.	Neg.	12,1%	41,5%														
Nettoskuld	11			ROCE, just.	Neg.	Neg.	14,2%	49,6%														
EV	402			EV/Sales	2,6x	2,1x	1,7x	1,2x														
Free float	55%			EV/EBITDA	-	32,5x	10,4x	4,8x	Intressekonflikter <table><tr><th></th><th>Yes</th><th>No</th></tr><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></table>			Yes	No	Likviditetsgarant		✓	Certified adviser		✓	Transaktioner 12m		✓
	Yes	No																				
Likviditetsgarant		✓																				
Certified adviser		✓																				
Transaktioner 12m		✓																				
Daglig handelsvolym, snitt	31k			EV/EBIT	-	-	26,0x	6,3x														
Bloomberg Ticker	YIELD SS EQUITY			P/E, just.	-	-	33,5x	8,2x														
Analytiker				P/EK	4,2x	4,3x	3,8x	3,1x														
Hugo Lisjo				Direktavkastning	0,0%	0,0%	0,0%	6,1%														
hugo.lisjo@penser.se				FCF yield	3%	-	5%	15%														
				Nettoskuld/EBITDA	0,0x	0,9x	-0,1x	-0,4x														

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- värdering, SOTP. Detta då vi anser att det är en distinkt skillnad mellan segmenten och för att en SOTP tydliggör värdet av bolagets olika delar. Vi har valt att applicera EV/Sales-multipel på våra estimat för 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 8,4 kr och för Billecta om 4,7 kr, vilket ger ett totalt värde om 13,0 kr för koncernen. Vi ser därmed ett motiverade värde om 12-13 kr per aktie.

Förvärvet av Lendify präglade kvartalet

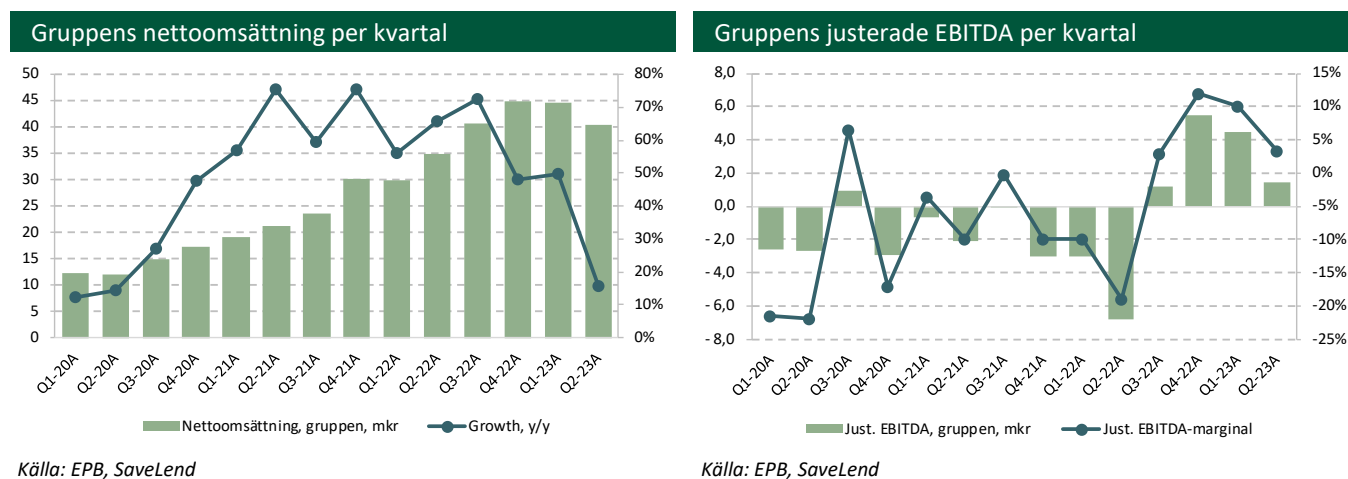
Kvartalets stora händelse är förvärvet av Lendify och migrationen av alla kunder till SaveLends plattformar. Att de lyckades migrera ca 20 000 kunder på så kort tid visar att SaveLend i framtiden kommer att kunna ta över ännu större kundportföljer. Förvärvet av Lendify kommer att bidra med lite drygt 8 mkr i intäkter under de kommande 12 månaderna. Då köpeskillingen är prestationsbaserad och består av 50/50-delning av intäkterna läggs den förväntade intäkten, och därmed köpeskillingen, som skulder och tillgångar i balansräkningen. Det medför att SaveLends resultat kommer att påverkas positivt av det ökade intäktsflödet, men negativt av den ökade avskrivningen på tillgången. Intäktsfördelningen kommer sedan att påverka kassaflödet negativt med 50% av intäkten.

Förvärvet är ytterligare ett tecken på verksamhetens skalbarhet. SaveLend har nu adderat ca 20 000 kunder och ökat AUM med ca 30% utan att de behöver utöka personalstyrkan. Enligt ledningen ska befintlig personalstyrka klara hanteringen av dubbelt så hög omsättning och AUM.

Kvartalsutvecklingen i detalj

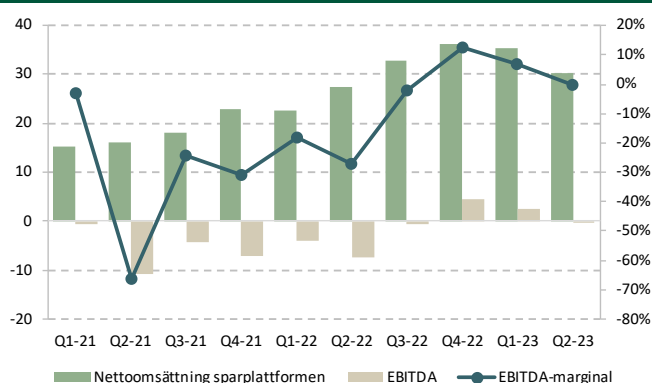
Nettoomsättningen steg med 16% y/y, men minskade med 9% q/q. Det är det andra kvartalet i rad med negativ q/q tillväxt, vilket inte ser bra ut. Det man ska ha i åtanke är att Q4'22 innehöll intäkter av engångskaraktär, vilka var en effekt av omstruktureringen av inkassoportföljerna. Omstruktureringen medförde bland annat att risken i SaveLend minskade då portföljerna flyttades från egenbalansräkning. Eftersom de inte längre är i SaveLends balansräkning mister bolaget den intäkten, vilket sänker tillväxttakten. Vi anser dock förändringen vara positiv då det minskar risken i bolaget.

Under de senaste kvartalen har SaveLend uppvisat god kostnadskontroll, vilket synliggjort skalbarheten i affärsmodellen. Resultatet är att EBITDA-marginalen på bara några kvartal cementerat sig på den positiva sidan och vi förväntar oss att trenden kommer att fortsätta. I VD-ordet berättar bolaget att de har som mål att hålla marknadsföringskostnaderna under 25% av omsättningen, vilket är ned från tidigare 30%. I kombination med att vi räknar med att tillväxten kommer tillbaka under H2 räknar vi med att marginalen kommer att fortsätta stiga.



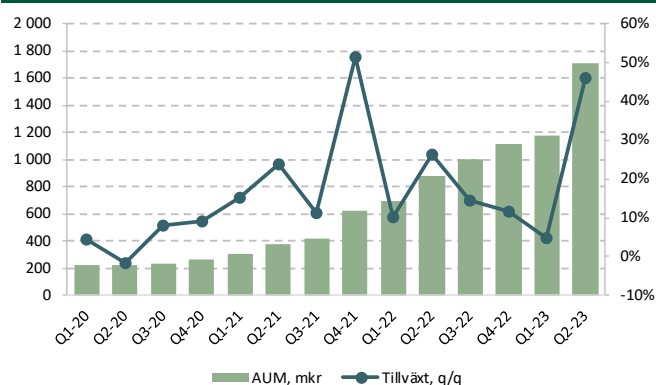
Det var sparplattformen som inte uppvisade samma tillväxttakt som den tidigare gjort. Det är flera saker som ligger till grund för detta. Lägre aktivitet i fastighetssegmentet, inga intäkter från inkassoportföljerna och förändrade sparstrategier är de främsta. Den lägre omsättningen under kvartalet återspeglas i lägre marginaler. Skalbarheten i kombination med att tillväxten vänder tillbaka under H2 är varför vi är fortsatt positiva till utvecklingen. Vi bedömer att tillväxten både y/y och q/q kommer att vara positiv redan under Q3. I och med att migrationen av alla kunder från Lendify är slutförd kan organisationen fokusera på sälj och hur de ska aktivera oinvesterade klientmedel som nu uppgår till 138 mkr. Med SaveLends historiska intjäning innebär den summan ca 10 mkr i intäkter. Under Q3 kommer förvärvet av Lendify att generera ungefär 2 mkr i intäkter. Allt detta tillsammans med högre bidrag från fastighetssegmentet kommer att driva tillväxten under Q3.

Sparplattformens utveckling, mkr



Källa: EPB, SaveLend

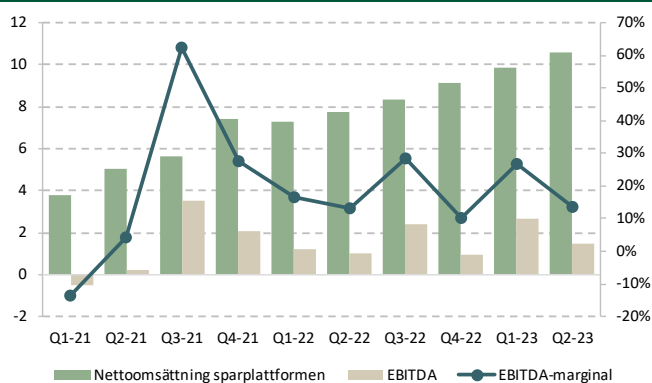
Utveckling i kapital på plattformen



Källa: EPB, SaveLend

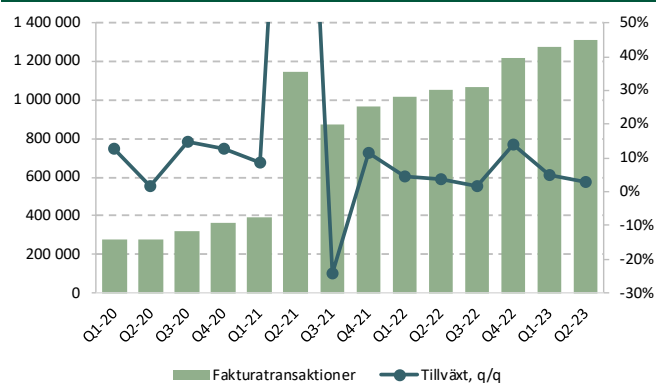
Faktureringsplattformen Billecta fortsätter att leverera och satte åter ett nytt rekord i antal skickade fakturor. Samtidigt har prishöjningarna som genomfördes vid årsskiftet slagit igenom och snittintäkten per fakturatransaktion uppgick till 8 kr, vilket är det högsta på flera år. Vi hoppas på att under H2 få se en nyhet om en ny storkund som får antalet skickade fakturor att ta nästa steg upp.

Faktureringsplattformens utveckling, mkr



Källa: EPB, SaveLend

Antal skickade fakturor



Källa: EPB, SaveLend

Prognosförändringar

Vi genomför tämligen stora prognosförändringar till följd av kvartalet. Omsättningen kom in klart under våra förväntningar. Vi räknar med att sparplattformen kommer att leverera q/q tillväxt från och med Q3, om än inte på historiska nivåer. Under 2024 räknar vi med 25% organisk tillväxt, vilket är i linje med de finansiella målen, plus ca 8 mkr i förvärvade intäkter. Provisionskostnaderna har minskat som andel av omsättningen och trenden bör bestå i och med tillväxt hos befintliga kunder, intäkter från förvärv samt fokus på att attrahera större kunder framöver.

Marknadsföringskostnaderna förväntas uppgå till som mest 25% av omsättningen kommande år enligt bolaget, vilket är lägre än de 30% som tidigare kommunicerats. Därför sänker vi våra prognoser för marknadsföringskostnaderna, vilket kompenserar för en del av omsättningsminskningen.

Till följd av lägre omsättningsestimater bedömer vi att det inte kommer krävas samma ökning i personal- och övriga externa kostnader som tidigare. Effekterna av våra förändringar är lägre omsättning och ungefär samma marginal som tidigare.

Lägre omsättning kräver inte samma kostnader som vi tidigare räknat med

SEKm	Nya prognoser				Gamla prognoser				Förändring (%)		
	2023E	2024E	2025E		2022A	2023E	2024E	2025E	2023E	2024E	2025E
Nettoomsättning	175	228	313		150	213	302	395	-18%	-25%	-21%
Kostnad sålda varor	-22	-26	-33		-22	-32	-41	-51	-30%	-35%	-35%
Bruttoresultat	153	201	280		128	181	261	344	-15%	-23%	-19%
Bruttomarginal	87,4%	88,4%	89,4%		85,1%	85,2%	86,4%	87,0%	2,2 pp	1,9 pp	2,4 pp
Marknadsföringskostnader	-44	-57	-78		-46	-53	-87	-107	-18%	-35%	-27%
Övriga externa kostnader	-36	-36	-41		-29	-36	-41	-44	-1%	-11%	-8%
Personalkostnader	-79	-81	-86		-72	-84	-95	-100	-7%	-14%	-15%
EBITDA, justerad	12	39	85		-4	20	50	104	-39%	-23%	-18%
EBITDA-marg.	7%	17%	27%		Neg	10%	17%	26%	-2,5 pp	0,4 pp	0,8 pp

Källa: EPB, SaveLend

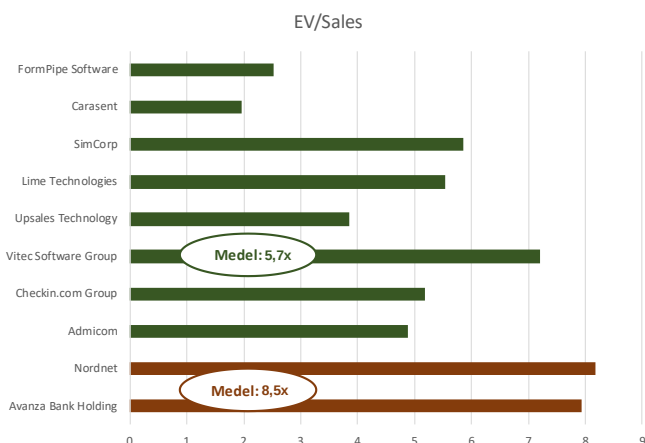
Värdering

Vi fortsätter att använda Sum-of-the-Parts (SOTP) baserat på EV/S på våra försäljningsprognoser som värderingsmetod. Denna förankras sedan med en DCF-analys.

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 8,5x 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 60% jämfört Avanza och Nordnet. Detta innebär en EV/Sales-multiplikel på 3,4x för SaveLend. Applicerar vi det på vår prognos för 2023 får vi ett motiverat värde om 8,4 kr per aktie.

Jämförelsegrupper



Källa: EPB, Factset 2023-08-16

Känslighetsanalys SaveLend

SaveLend sales mkr, 2023e						
	118	125	131	138	145	
2,8	6,2	6,5	6,9	7,2	7,6	
3,1	6,9	7,2	7,6	8,0	8,4	
3,4	7,5	7,9	8,4	8,8	9,2	
3,7	8,2	8,6	9,1	9,6	10,0	
4,0	8,9	9,3	9,8	10,3	10,8	

Källa: EPB, Factset 2023-08-16

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 5,7x för 2023. Då Billecta presterar så pass bra tillväxt och EBITDA-marginal som de gör väljer vi att inte sätta rabatt mot jämförelsegruppen. Vi sätter således en EV/Sales-multiplikel på 5,7x på våra omsättningsprognoser för 2023e, vilket ger ett motiverat värde om 4,7 kr per aktie.

Känslighetsanalys Billecta

Billecta sales mkr, 2023e						
	40	42	44	46	49	
5,1	3,8	4,0	4,2	4,4	4,6	
5,4	4,0	4,2	4,4	4,6	4,9	
5,7	4,2	4,4	4,7	4,9	5,1	
6,0	4,4	4,7	4,9	5,2	5,4	
6,3	4,7	4,9	5,2	5,4	5,7	

Källa: EPB, Factset 2023-08-16

När vi adderar de två segmentens värderingar ser vi ett värde för hela SaveLend på 13,0 kr per aktie. Vår DCF-värdering visar ett motiverat värde på 13,2 kr per aktie. Vi sänker därmed vårt motiverade värde till 12-13 kr per aktie från tidigare 15-16 kr.

Koncernens värdering

	Omsättning 2023e mkr	Peers multipl	Rabatt	Multipl	Motiverat värde
SaveLend	131	8,5	60%	3,4	8,4
Billecta	44	5,7	0%	5,7	4,7
Totalt					13,0

Källa: EPB, Factset 2023-08-16

DCF

Nedan visas DCF:en utifrån vår prognostiserade utveckling.

Kassaflödesanalys inklusive känslighetstabell

Valuation output				WACC assumptions		Sensitivity analysis							
Sum of PV of FCF (explicit period)	428 570			Risk free nominal rate	2,5%	WACC	12,0%	Long-term growth rate					
PV of terminal value (perpetuity formula)	288 326			Risk premium	5,5%			2,0%	2,5%	3,0%	3,5%	4,0%	
Enterprise value	716 896			Extra risk premium	5,0%			13,9	14,4	14,9	15,4	16,1	
Latest net debt	11 000			Beta	1,0			12,5%	13,1	13,5	14,0	14,5	15,0
Minority interests & other	0			Cost of equity	13,0%			13,0%	12,4	12,8	13,2	13,6	14,1
Equity value	705 896			Cost of debt (pre-tax)	6,0%	13,5%	11,8	12,1	12,5	12,8	13,2		
No. of shares outstanding (thousand)	53 553			Tax rate	21%	14,0%	11,2	11,5	11,8	12,1	12,5		
Equity value per share (SEK)	13,2			Target debt/(debt + equity)	0%								
				WACC	13,0%								
Implicit multipl.				Terminal value assumptions		WACC	12,0%	Long-term EBIT margin					
EV/Sales	4,8	4,1	3,2	Long term growth rate	3,0%			15,0%	17,5%	20,0%	22,5%	25,0%	
EV/EBITDA	-180,7	58,0	18,6	Long term EBIT margin	20,0%			12,4	13,6	14,9	16,1	17,3	
EV/EBIT	-29,4	-61,5	46,4	Depreciation (% of sales)	4,0%			12,5%	11,7	12,8	14,0	15,1	16,2
EV/NOPLAT	-37,1	-77,4	58,4	Capex (% of sales)	5,0%			13,0%	11,1	12,1	13,2	14,2	15,3
P/E				Working cap. (% of sales)	-1,0%	13,5%	10,5	11,5	12,5	13,4	14,4		
ROIC/WACC				Tax rate	20,6%	14,0%	10,0	10,9	11,8	12,7	13,6		
Current Share price			6,78										

Källa: EPB

Resultaträkning

	2019	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e	2026e
Nettoomsättning	45	56	94	150	175	228	313	368
Övriga rörelseintäkter	4	7	8	17	18	12	9	7
Totala intäkter	49	63	102	168	193	240	322	375
Kostnad sålda varor	-4	-5	-10	-22	-22	-26	-33	-41
Bruttoresultat	45	58	92	145	171	213	289	334
Försäljningskostnader	-13	-19	-38	-46	-44	-57	-78	-94
Administrationskostnader	-21	-29	-43	-72	-79	-81	-86	-105
Övriga rörelsekostnader	-13	-18	-30	-31	-36	-36	-41	-36
EBITDA	-1	-7	-6	-3	12	39	85	99
Jämförelsestörande poster	0	0	12	1	0	0	0	0
EBITDA, justerad	-1	-7	-18	-4	12	39	85	99
Avskrivningar	-6	-7	-10	-20	-24	-23	-21	-18
EBITA, justerad	-7	-14	-28	-24	-12	15	64	81
EBIT	-7	-14	-16	-23	-12	15	64	81
EBIT, justerad	-7	-14	-28	-24	-12	15	64	81
Finansnetto	-2	-1	-1	-2	-2	-2	-2	-2
Resultat före skatt	-9	-15	-17	-25	-14	14	62	79
Resultat före skatt, justerad	-9	-15	-29	-26	-14	14	62	79
Total skatt	1	1	1	-2	-2	-2	-14	-18
Nettoresultat	-8	-14	-17	-27	-16	12	47	61
Nettoresultat, justerad	-8	-14	-29	-28	-16	12	47	61
Intäkstillväxt	-	30%	62%	64%	15%	24%	34%	17%
Bruttomarginal	>100%	>100%	98,1%	96,7%	97,5%	93,7%	92,3%	90,7%
EBIT-marginal, justerad	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	6,8%	20,3%	21,9%
EPS, justerad	-2,44	-4,10	-0,60	-0,54	-0,29	0,22	0,89	1,13
EPS-tillväxt, justerad	-	N.m.	N.m.	N.m.	N.m.	N.m.	>100%	28%

Källa: SaveLend Group, EPB

Kassaflödesanalys

	2019	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e	2026e
EBIT	-7	-14	-16	-23	-12	15	64	81
Övriga kassaflödesposter	7	6	-3	9	20	19	5	-2
Förändringar i rörelsekapital	-7	-5	-3	11	-3	-5	-2	-4
Kassaflöde från den operationella verksamheten	-8	-13	-22	-3	6	30	66	75
Investeringar i anläggningstillgångar	0	0	-3	-3	-2	-3	-3	-4
Investeringar i immateriella anläggningstillgångar	-4	-7	-8	-21	-13	-8	-5	-3
Övrigt Kassaflöde från investeringar	0	-11	-30	41	0	0	0	0
Kassaflöde från investeringsverksamhet	-4	-18	-42	17	-16	-11	-8	-8
Fritt kassaflöde	-12	-31	-63	14	-10	19	58	67
Förvärv och avyttringar	0	0	1	-10	-2	-4	-4	-4
Nyemission / återköp	16	1	50	33	0	0	0	0
Förändring av skulder	4	29	44	87	0	0	0	0
Utdelningar	0	0	0	0	0	0	-24	-36
Övriga poster	-4	-5	-12	-127	-7	0	0	0
Kassaflöde från finansieringsverksamhet	16	25	82	-17	-9	-4	-28	-40
Kassaflöde	4	-6	19	-3	-19	15	30	27
Nettoskuld	-6	-2	-15	0	11	-4	-32	-57

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	96	83	69	57
Materiella anläggningstillgångar	3	2	4	3	3	4	5	7
Finansiella anläggningstillgångar	1	16	46	5	5	5	5	6
Övriga anläggningstillgångar	0	0	2	0	0	0	0	0
Summa anläggningstillgångar	60	75	150	149	162	150	137	127
Kundfordringar	6	13	17	5	7	9	13	14
Övriga omsättningstillgångar	33	31	104	149	92	113	146	182
Likvida medel och kortfristiga placeringar	10	4	23	20	2	16	47	73
Summa omsättningstillgångar	48	48	144	174	101	138	206	270
SUMMA TILLGÅNGAR	109	124	294	323	263	288	343	396
EGET KAPITAL OCH SKULDER								
Eget kapital	54	40	80	106	91	103	126	151
Summa eget kapital	54	40	80	106	91	103	126	151
Långfristiga räntebärande skulder	0	0	2	12	5	5	5	5
Långfristiga leasingskulder	2	1	2	1	1	1	1	1
Övriga långfristiga skulder	8	25	64	15	30	26	22	18
Summa långfristiga skulder	10	26	68	27	36	32	28	24
Kortfristiga räntebärande skulder	0	0	2	6	4	4	5	6
Leverantörsskulder	3	4	9	9	11	10	13	13
Kortfristiga leasingskulder	1	1	2	2	3	3	4	5
Övriga kortfristiga skulder	40	52	133	173	119	137	168	198
Summa kortfristiga skulder	45	57	146	190	136	154	189	222
SUMMA EGET KAPITAL OCH SKULDER	109	124	294	323	263	288	343	396

Källa: SaveLend Group, EPB

Tillväxt och marginaler

	2019	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e	2026e
Intäkstillväxt	-	30%	62%	64%	15%	24%	34%	17%
EBITDA-tillväxt, justerad	-	N.m.	N.m.	N.m.	N.m.	>100%	>100%	17%
EBIT-tillväxt, justerad	-	N.m.	N.m.	N.m.	N.m.	N.m.	>100%	27%
EPS-tillväxt, justerad	-	N.m.	N.m.	N.m.	N.m.	N.m.	>100%	28%
Bruttomarginal	>100%	>100%	98,1%	96,7%	97,5%	93,7%	92,3%	90,7%
EBITDA-marginal	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	7,0%	17,0%	27,0%	26,8%
EBITDA-marginal, justerad	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	7,0%	17,0%	27,0%	26,8%
EBIT-marginal	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	6,8%	20,3%	21,9%
EBIT-marginal, justerad	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	6,8%	20,3%	21,9%
Vinst-marginal, justerad	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	5,1%	15,2%	16,4%

Källa: SaveLend Group, EPB

Avkastning

	2019	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e	2026e
ROE, justerad	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	12%	41%	44%
ROCE, justerad	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	14%	50%	52%
ROIC, justerad	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	15%	66%	86%

Källa: SaveLend Group, EPB

Kapitaleffektivitet

	2019	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e	2026e
Kundfordringar / totala intäkter	12%	21%	16%	3%	3%	4%	4%	4%
Leverantörsskulder / KSV	84%	76%	86%	41%	48%	39%	38%	31%
Totala kortfristiga skulder / totala kostnader	89%	82%	>100%	>100%	75%	76%	80%	80%
Rörelsekapital / totala intäkter	-10%	-19%	-21%	-16%	-16%	-11%	-6%	-4%
Kapitalomsättningshastighet	0,8x	1,5x	1,2x	1,3x	1,9x	2,1x	2,3x	2,2x

Källa: SaveLend Group, EPB

Finansiell ställning

	2019	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e	2026e
Nettoskuld	-6	-2	-15	0	11	-4	-32	-57
Soliditet	50%	33%	27%	33%	35%	36%	37%	38%
Nettoskuldsättningsgrad	-0,1x	0,0x	-0,2x	0,0x	0,1x	0,0x	-0,3x	-0,4x
Nettoskuld / EBITDA	5,7x	0,3x	2,5x	0,0x	0,9x	-0,1x	-0,4x	-0,6x

Källa: SaveLend Group, EPB

Aktiedata

	2019	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e	2026e
EPS	-2,44	-4,10	-0,35	-0,52	-0,29	0,22	0,89	1,13
EPS, justerad	-2,44	-4,10	-0,60	-0,54	-0,29	0,22	0,89	1,13
FCF per aktie	-3,55	-8,64	-1,34	0,27	-0,18	0,35	1,08	1,25
Utdelning per aktie	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,44	0,68
Eget kapital per aktie	16,2	11,7	1,68	2,06	1,70	1,92	2,36	2,81
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

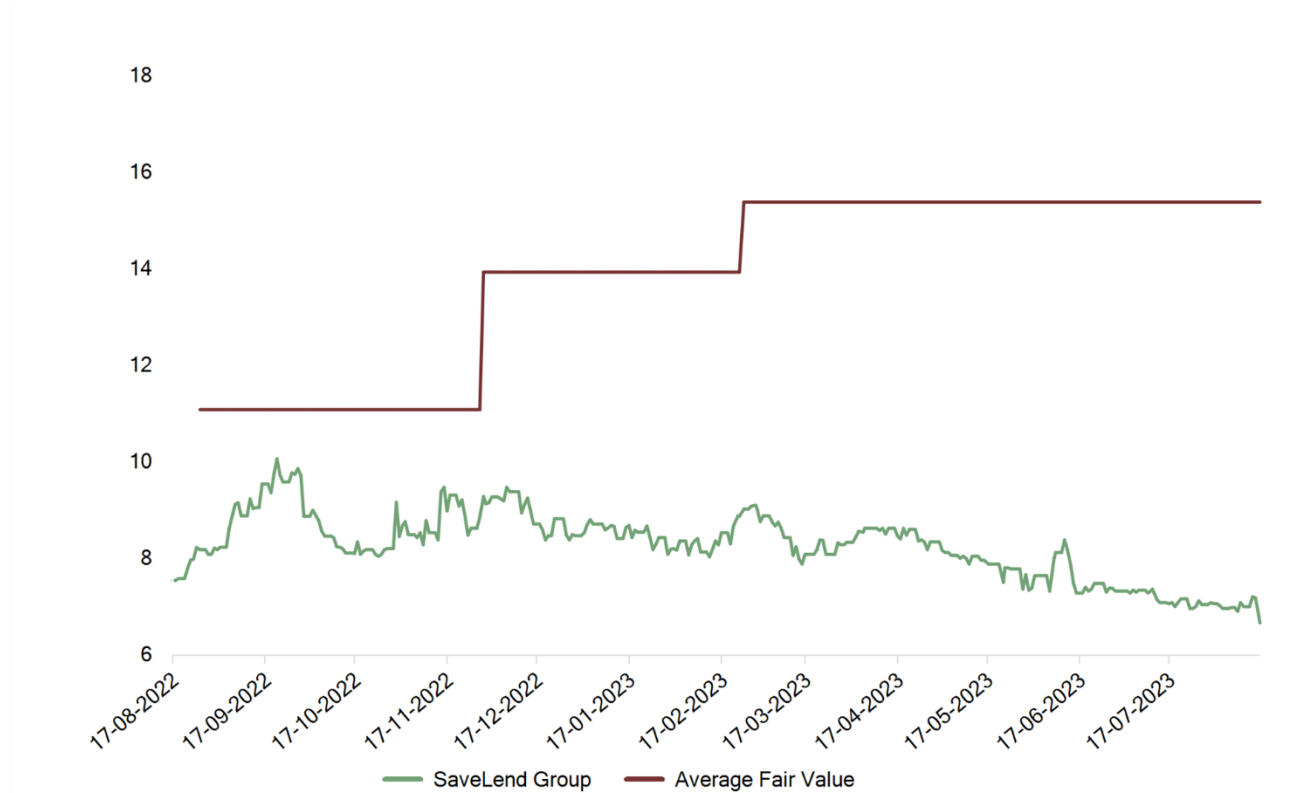
Värdering

	2019	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e	2026e
P/E, justerad	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	33,5x	8,2x	6,5x
P/EK	Neg.	Neg.	4,9x	4,2x	4,3x	3,8x	3,1x	2,6x
P/FCF	Neg.	Neg.	Neg.	32,0x	Neg.	20,6x	6,8x	5,8x
FCF-yield	Neg.	Neg.	Neg.	3%	Neg.	5%	15%	17%
Direktavkastning	Neg.	Neg.	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	6,1%	9,3%
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	1,7x	1,2x	1,1x
EV/EBITDA, justerad	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	32,5x	10,4x	4,8x	4,1x
EV/EBIT, justerad	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	26,0x	6,3x	5,0x
EV	Neg.	Neg.	374	443	402	402	402	402
Aktiekurs	-	-	8,2	8,6	7,3	7,3	7,3	7,3

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 (nedan "Banken") exklusivt för bankens kunder. Innehållet har grundats på information från allmänt tillgängliga källor vilka bedömts som tillförlitliga. Sakinnehållets riktighet och fullständighet liksom lämnade prognoser och rekommendationen kan således inte garanteras. Banken kan låta medarbetare från annan avdelning eller analyserat bolag (nedan "bolaget") läsa fakta eller serier av fakta för att få dessa verifierade. Banken lämnar inte i förväg ut slutsatser eller omdömen i Publikationen. Åsikter som lämnats i Publikationen är analytikerns 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 sikte på enskilda mottagares kunskaper och erfarenheter av placeringar, ekonomiska situation eller investeringsmål. Informationen är därmed ingen personlig rekommendation eller ett investeringsråd.

Banken fransäger sig allt ansvar för direkt eller indirekt skada som kan grunda sig på denna Publikation. Placeringar i finansiella instrument är förenade med ekonomisk risk. Placeringen kan öka eller minska i värde eller bli helt värdelös. 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.

Det angivna motiverade värdet ska inte tolkas som en riktkurs vid en viss tidpunkt, utan är ett teoretiskt framräknat värde som det analyserade bolaget skulle kunna värderas till, givet att alla våra antaganden visar sig vara korrekta, och att inga oförutsedda negativa aspekter tillkommer. Det är inte ovanligt att aktiemarknaden värderar ett bolag till kraftig rabatt eller med premium mot ett teoretiskt framräknat värde. Det finns således ingen garanti för att aktien kommer att handlas till vårt framräknade motiverade värde, även om våra antaganden visar sig vara korrekta.

Värderingsmetod och ansats för att bestämma motiverat värde skall 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. Vad gäller risk 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%.

Den i Publikationen lämnade analysen har utförts i enlighet med villkoren för tjänsten "Penser Access" som Banken utför åt analyserat bolag. Banken erhåller ersättning för nämnda tjänst från det analyserade bolaget. Potential- och riskklassificeringen uppdateras kontinuerligt. Klicka <https://www.penser.se/historiska-analysrekommendationer/> för att se historik över investeringsrekommendationer från Banken

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 materialets innehåll.

Banken har utarbetat en Etikpolicy samt en Intressekonfliktpolicy. Dessa syftar till att förebygga och förhindra intressekonflikter mellan kunders intressen och avdelningar inom Banken. Sättet som Banken använder för att förebygga intressekonflikter är bl. a. restriktiva kommunikationer (Chinese Walls). Analysavdelningen är fysiskt belägen avskild från Corporate Finance-avdelningen, som sitter i egen lokal. Corporate Finance-avdelningen får inte delta i framtagandet eller lämna synpunkter på en publikation. Det kan dock, från tid till annan, föreligga ett uppdragsförhållande eller rådgivningssituation mellan ett bolag som förekommer i en Publikation och någon annan avdelning i Banken än Analysavdelningen. Banken har utarbetat interna restriktioner för när anställdas handel får ske i ett finansiellt instrument som är föremål för Investeringsrekommendation.

Från tid till annan utför Banken 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 omnämnt bolag. Alla anställda i Banken ska redovisa sina innehav i värdepapper samt alla transaktioner. Banken och dess anställda följer svenska fondhandlarföreningens riktlinjer för anställdas affärer. Den analytiker som har utarbetat en Investeringsanalys som avses i 11 kap. 8 § FFFS 2007:16 och andra som medverkat i detta arbete får inte för egen räkning handla i be-rörda Finansiella Instrument eller med därtill relaterade Finansiella Instru-ment i strid med gällande rekommendation. Bankens Compliance-avdelning övervakar anställdas transaktioner.

Banken betalar lön till analytiker som även kan bestå av vinstdelning av Bankens resultat men aldrig knutet till en annan avdelnings ekonomiska resultat. Varken Banken eller de personer som sammanställt denna publikation har innehav (varken långa eller korta) i analyserat bolags emitterade finansiella instrument överstigande 0,5 % av det analyserade bolagets aktiekapital.

För det aktuella bolaget utför Banken även analys i enlighet med villkoren för den kostnadsbelagda tjänsten "Penser Access". Klicka här <https://epaccess.penser.se/> för mer information om tjänsten.

Erik Penser Bank har tillstånd att bedriva värdepappersverksamhet och står under svenska Finansinspektionens tillsyn

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