

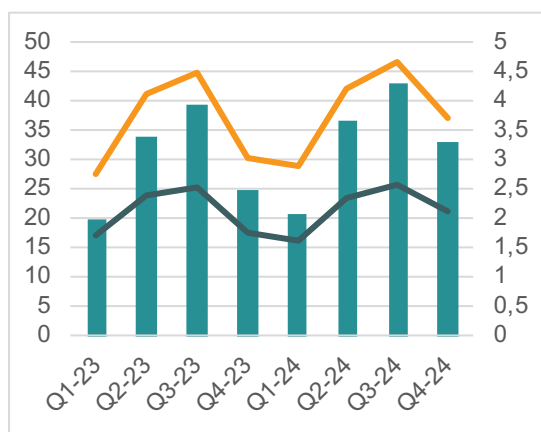
Voi accelererar tillväxten och vänder till vinst i Q4

Voi är ett svenskt mikromobilitetsbolag som grundades i Stockholm 2018 och erbjuder delning av elscootrar och elcyklar i samarbete med städer och kommuner. Bolaget har idag över 110 000 fordon i drift i mer än 100 städer i 12 länder. Hittills har över åtta miljoner användare gjort mer än 300 miljoner resor med bolagets elscootrar och elcyklar. VNV Global investerade för första gången i bolaget 2018 och äger i dagsläget 20,9% av Voi, vilket gör det till VNVs näst största innehav.

Omsättningen ökade med 33%

Under det fjärde kvartalet steg Vois nettoomsättning med 33,1% till 32,8 (24,6) meur, drivet främst av en högre RVD (revenue per vehicle and day, nettoomsättning per fordon och dag). RVD:n för det fjärde kvartalet steg 21% till 3,68 (3,04) euro samtidigt som fordonsflottan växte med 10% till 96,7 (87,9) tusen fordon. Tillväxten i kvartalets RVD beror helt och hållet på en förbättrad TVD (trips per vehicle and day, resor per fordon och dag) ökade med 20,5% till 2,14 (1,77). Förklaring bakom den höga tillväxten i TVD i det sista kvartalet beror dels på en hög efterfrågan, dels på ett mildare väder. Totalt gjordes 19,0 (14,3) miljoner resor under det fjärde kvartalet.

På helårsbasis steg bolagets nettoomsättning med 12,7% till 132,8 (117,9) meur, drivet främst av en 7,4% högre RVD samtidigt som fordonsflottan växte med 4,6%. Tillväxten i årets RVD beror på ett förbättrat utnyttjande av varje fordon där antalet resor steg med 9,3% till 74,6 (68,3) miljoner resor.



Källa: Bolaget. Omsättningen, som följer ett tydligt säsongsmönster (grön stapel) ökar vilket driver upp RVD (orange linje), samtidigt som en ökad nyttjandegrad driver upp TVD (svart linje), meur och % per Q1-23 – Q4-24.

Fordonsvinsten steg med 72%

Bolaget uppvisade en kraftigt förbättrad fordonsvinst och fordonsvinstmarginal. Dessa begrepp kan jämföras med bruttovinst och bruttovinstmarginal, men där även kostnader för personal som

VNV GLOBAL

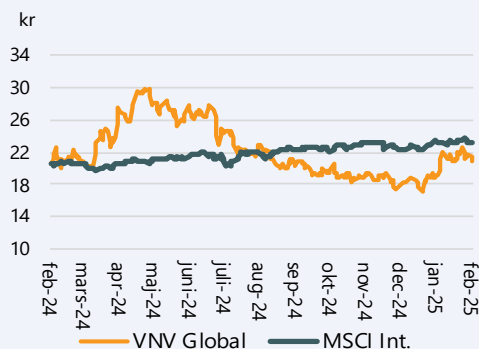
Kommentar Voi Q4-2024

Datum 27 februari 2025
Analytiker Martin Stojilkovic

Basfakta

Bransch Investmentbolag
Styrelseordförande Tom Dinkelspiel
Vd Per Brilioth
Listning Nasdaq Stockholm Mid Cap
Ticker VNV
Aktiekurs 21,86 kr
Antal aktier, milj. 135,8
Börsvärde, mkr 2 819,4
Nettoskuld, mkr 672,0
Företagsvärde (EV), mkr 3 491,4
Motiverat värde 32,40 kr
Nästa rapport 2025-04-23

Kursutveckling senaste året



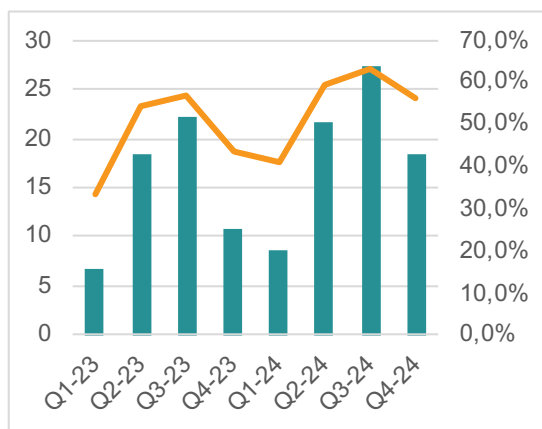
Källa: Refinitiv

Substansvärde & Nyckeltal, musd

	Q4-2024	Q3-2024
BlaBlaCar	208,5	229,5
Gett	83,1	83,0
Voi	101,2	80,0
HousingAnywhere	42,8	46,0
Numan	45,5	37,5
Övriga scoutinvesteringar	19,9	21,0
Övriga investeringar inkl lån	142,7	144,8
Likviditetshantering	0,4	8,1
Investeringsportfölj	643,9	649,9
Kassa	15,7	11,9
Lån	-77,0	-85,4
Övriga nettofordringar/skulder	-1,1	-2,0
Substansvärde (NAV)	581,4	574,5
NAV/usd	4,44	4,39
NAV/sek	48,82	44,32
Substansrabatt/-premie	62%	53%

Källa: Bolaget, Analysguiden

arbetar med underhåll och laddning av fordonen ingår. Fordonsvinsten steg hela 72% till 18,4 (10,7) meur med en fordonsvinstmarginal som samtidigt förbättrades till 56,1% (43,5%). På helårsbasis ökade fordonsvinsten till 75,7 (58,2) meur med en fordonsvinstmarginal som uppgick till 57,0% (49,4%).



Källa: Bolaget. Stigande fordonsvinst (grön stapel) enligt ett tydligt säsongmönster och en ökande fordonsvinstmarginal (orange linje), meur och % per Q1-23 – Q4-24.

Anledningen till de förbättrade siffrorna beror på en ökad utnyttjandegrad även under de traditionella vintermånaderna. Det ökade intresset förklaras också av att bolaget kontinuerligt förbättrat sin fordonsflotta, där man nu är inne på sjunde generationens elscottrar och tredje generationens elcyklar. Den ökande livslängden för dessa generationer gör att kostnaderna för service, underhåll samt ställtider minskar, vilket klart avspeglas i årets siffror.

Positivt rörelseresultat sedan det andra kvartalet i år

Bolagets rörelsevinst blev positiv för det fjärde kvartalet och uppgick till 1,4 (-17,1) meur, vilket var det tredje kvartalet i rad med ett positivt rörelseresultat. På helårsbasis blev det dock negativt, men har kraftigt förbättrats och landade på -3,3 (-38,1) meur. Bakom förbättringen ligger den högre intjäningen per fordon och dag, med klart förbättrade marginaler som följd. Men även den ökade livslängden på bolagets fordonsflotta har lett till att avskrivningarna minskat med 11,5 meur på årsbasis. Det visar på affärsmodellens skalbarhet och höga operationella hävstång. Under året har rörelseresultatet påverkats av ett antal engångsposter om totalt 3,4 (7,0) meur. Till största del avser detta kostnadsbesparingsprogram på 3,1 (1,3) meur, bonusprogram -2,0 (1,9) meur och övriga poster 2,3 (3,8) meur. Resultat för kvartalet uppgick till 0,5 (-15,2) meur och på helårsbasis blev resultatet -23,7 (-52,7) meur.

Den finansiella positionen har stärkts

Den finansiella positionen har förbättrats under året genom ett antal steg:

- I det första kvartalet genomförde bolaget en finansieringsrunda och tog in 25 musd samtidigt som cirka 85 musd i utestående konvertibla skuldebrev omvandlades till eget kapital.
- I mitten av sommaren återbetalade bolaget sina samtliga utestående banklån.

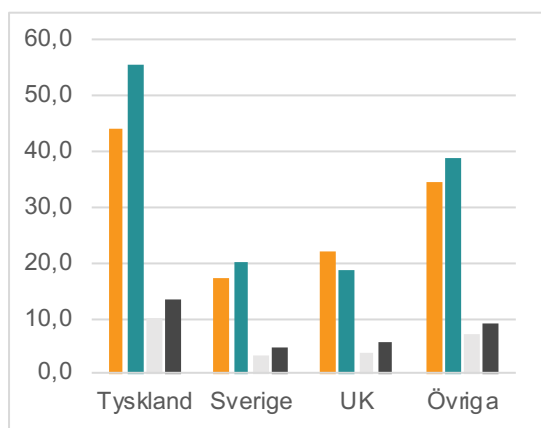
- I början av det fjärde kvartalet slutförde bolaget en obligationsemission på 50 meur inom ramen om totalt 125 meur. Det är den första publika obligationen i branschen och visar på att bolaget framöver kan finansiera framtida investeringar med lån snarare än eget kapital.

Vid utgången av året uppgår nu bolagets likvida medel till 60 meur, vilket ger en stabil finansiell grund till bolagets framtida tillväxt.

Marknadsutveckling

Utvecklingen på bolagets största marknader, Tyskland, Sverige och UK har samtliga visat på en bra tillväxt, både sett till helårsbasis som under det fjärde kvartalet.

Den tyska marknaden som är bolagets största uppvisade under året den högsta tillväxten, vilket förklaras av bland annat en framgångsrik lansering av nya Voi pass (en prenumerationsbaserad tjänst). Dessa pass bidrar till ett ökat engagemang och en växande kundlojalitet. Sett till hela bolagets marknad växte pass- och abonnemangsrelaterade produkter med 31% under året, vilket visar den fortsatta efterfrågan för flexibla on-demand mobilitetslösningar. Även expansionen av fordonswanorna under året, med fler tillgängliga fordon, ligger bakom den starka tillväxten på bolagets marknader.



Källa: Bolaget. Samtliga marknader visar på en stigande omsättning och tillväxt, 2023 (orange stapel), 2024 (grön stapel), Q4-23 (ljusgrå stapel) och Q4-24 (mörkgrå stapel) i meur.

Investeringstes

Exponering mot spännande private equity-bolag

Private equity är en sektor under kraftig tillväxt. I en artikel från Private Equity Insights¹ väntas AUM (asset under management) nästan dubblas från 9,3 triljoner usd 2021 till 18,3 triljoner usd vid slutet av 2027. Ofta är bolaget inom private equity noterade, vilket gör det svårt att få möjlighet till att investera direkt i dessa bolag som småsparare. Genom VNV Global ges investerare en unik möjlighet till att få exponering mot spännande och snabbväxande bolag med starka nätverkseffekter fokuserade på sektorer som transport (mobilitets-tjänster), marknadsplatser och digital hälsa.

Framgångsrik förvaltning över lång tid skapar värde

Bolaget har en tydlig investeringsstrategi, fokuserad på bolag med starka nätverkseffekter och skalbarhet. Från hösten 2012 och fram till början av 2022 hade bolaget en årlig IRR (internal rate of return) om 26% och det totala substansvärdet nådde nästan 1,5 miljarder usd. Hittills ha bolaget haft över tioalet exits, där de framgångsrika avyttringarna är Avito, med en IRR på 37% och 34x MoM (Money on Money), Hemnet med en IRR på 50,5% och 8x MoM samt Tinkoff Bank med en IRR på 29% och 8x MoM sticker ut. Det är ett starkt track record som visar på bolagets framgångsrika förvaltningsförmåga.

Omotiverat hög substansrabatt inför nästa cykel

Under 2022 och 2023, när inflationen steg kraftigt och centralbankerna höjde sina styrräntor, minskade riskaptiten för investeringar i noterade tillväxtbolag. Detta ledde till att värderingarna för dessa bolag föll kraftigt. Bolagets substansvärde, som historiskt haft en rabatt på cirka 17% jämfört med börskursen, har nu sett denna rabatt öka till runt 50 - 60%. Men i takt med stabilisering av det makroekonomiska läget i kombination med sjunkande inflation och styrräntor har riskaptiten börjat återvända. Intresset för tillväxtbolag ökar, särskilt snabbväxande bolag med starka nätverkseffekter, vilket bör leda till att bolagets substansrabatt på lång sikt återgår till sin historiska nivå.

Möjlig notering av BlaBlaCar och Voi inom två år

Bolagets två största innehav, det franska företaget BlaBlaCar och svenska Voi, som utgör cirka 32% respektive 15% av investeringsportföljen har annonserat att de ser framför sig en möjlig börsnotering inom två år. Båda har visat upp en kraftigt tillväxt i sin omsättning under de senaste fem åren, samt uppnått lönsamhet på ebitda-nivå, där Voi nu även uppnått lönsamhet på justerad ebit-nivå. Innehaven i BlaBlaCar och Voi värderas i dagsläget till 204,5 respektive 101,2 musd och båda är välkapitaliserade efter att ha säkrat en kreditfacilitet om 100 meur i BlaBlaCars fall och en obligation om 50 meur i Vois fall. En börsnotering för båda kommer sannolikt att synliggöra ytterligare värde enligt Analysguiden.

¹ Private Equity Insights – "Private capital AUM set to double to over 18 tn usd in next five years"

Risker

Verksamheten är förknippad med ett antal risker som mer eller mindre kan påverka substansvärdet och resultatutvecklingen.

Portföljbolagens behov av nytt kapital

Portföljbolagen kännetecknas av att de är tillväxtbolag och i många fall ännu inte går med vinst. Men om portföljbolagens verksamheter inte utvecklas enligt plan finns det risk för att de behöver ytterligare kapital. En sämre utveckling för portföljbolagen kan komma att leda till lägre värderingar, vilket i sin tur kan göra det svårt för VNV att bidra med nytt kapital. I värsta fall om ett portföljinnehav inte får nytt kapital kan det leda till konkurs, vilket skulle göra att VNV förlorar sitt investerade kapital.

Värderingsrisker

VNV värderar sina innehav efter en värderingsmetod som har utarbetats under lång tid. Den metoden anses ge en så rättvis bild som möjligt av portföljinnehaven. Till sin hjälp använder sig bolaget av observerbara marknadsdata eller om sådan data saknas, andra värderingsmetoder vid värderingstillfället och antaganden om portföljbolagens framtida utveckling. Dessa skulle kunna vara felaktiga och potentiellt inte förverkligas som väntat. Vidare så är värdering av onoterade investeringar generellt sett föremål för en större osäkerhet än vid värdering av noterade innehav. Än så länge är det inget bolag som offentliggör någon form av kvartalsvis rapportering, vilket gör det svårt för utomstående investerare att få en inblick i hur portföljbolagen presterar, för att själva kunna göra en egen värdering.

Beroende av ett mindre antal portföljbolag

Även om bolaget har cirka 25 - 30 innehav i sin investeringsportfölj är det tre bolag som står för runt 60% av det bedömda marknadsvärdet. BlaBlaCar, som är det enskilt största innehavet utgör cirka 32% av det bedömda marknadsvärdet. Efter försäljningen av Gett, kommer portföljen bli ännu mer koncentrerad till innehavet i BlaBlaCar, vilket ökar beroendet. Samtidigt har VNV en ägarandel i sitt största bolag som ligger under 15%. Förmågan att utöva avgörande inflytande trots styrelsrepresentation kan vara begränsad då VNVs intressen kan stå i konflikt med andra ägares intressen, vilket skulle kunna ha en negativ påverkan på värdetillväxt, utdelning, kassaflöden och andra inkomster från det relevanta portföljbolaget.

Valutarisker

Bolaget har valt att investera i utländska marknader, som länder i Europa, Afrika och Asien. Det exponerar bolaget för valutarisker, särskilt mot USD då de flesta investeringar görs i USD, samtidigt som VNVs substansvärde räknas om till SEK och aktien är noterad i SEK.

Marknadsrisker

Vissa av portföljbolagen är verksamma på tillväxtmarknader som ofta är mer volatila. Investeringar i dessa marknader kan påverkas av stora fluktuationer i resultat och andra funktioner utanför bolagets

kontroll. Något som kan ha en väsentligt negativ påverkan på bolagets egna kapital.

Politiska risker

Investeringar i tillväxtmarknader är föremål för politiska risker. Värdet av bolagets investeringar kan påverkas av osäkerheter till följd av exempelvis politisk och diplomatisk utveckling, social eller religiös instabilitet, instabil statlig förvaltning, förändringar i regeringspolitik, skatter, räntenivåer, restriktioner för den politiska och ekonomiska utvecklingen av lagar och regleringar, nya regelverket och sanktioner. Skulle någon av dessa risker uppstå kan de få en väsentlig påverkan på bolagets verksamhet och resultat.

Bolagsstyrningsrisker

Missbruk av bolagsstyrning är fortfarande ett problem i tillväxtmarknader. Minoritetsaktieägarna kan förbises på olika sätt, till exempel vid försäljning av tillgångar, överföringsprissättning, utspädning, begränsad tillgång till årsstämma och begränsningar av platser i styrelser för externa investerare. Otillräckliga redovisningsregler och standarder har dessutom hindrat utvecklingen av ett effektivt system för att upptäcka bedrägerier och öka insikten.

Beroende av nyckelpersoner

Givet av att bolaget endast har 9 anställda är bolaget högst beroende av sina anställda. Många av dessa anställda har även en lång och gedigen erfarenhet från investeringar inom tillväxtmarknader, särskilt på flertalet av de marknader som bolaget har riktat in sig på. Skulle en eller flera av bolagets nyckelpersoner sluta kan det få en negativ inverkan på verksamheten.

Disclaimer

Aktiespararna, www.aktiespararna.se, publicerar analyser om bolag som sammanställts med hjälp av källor som bedömts tillförlitliga. Aktiespararna kan dock inte garantera informationens riktighet. Ingenting som skrivs i analysen ska betraktas som en rekommendation eller uppmaning att investera i något finansiellt instrument. Åsikter och slutsatser som uttrycks i analysen är avsedd endast för mottagaren. Analysen är en så kallad Uppdragsanalys där det analyserade Bolaget tecknat ett avtal med Aktiespararna. Analyserna publiceras löpande under avtalsperioden och mot sedvanlig fast ersättning. Aktiespararna har i övrigt inget ekonomiskt intresse avseende det som är föremål för denna analys. Aktiespararna har rutiner för hantering av intressekonflikter, vilket säkerställer objektivitet och oberoende.

Innehållet får kopieras, reproduceras och distribueras. Aktiespararna kan dock inte hållas ansvariga för vare sig direkta eller indirekta skador som orsakats av beslut fattade på grundval av information i denna analys.

Investeringar i finansiella instrument ger möjligheter till värdestegringar och vinster. Alla sådana investeringar är också förenade med risker. Riskerna varierar mellan olika typer av finansiella instrument och kombinationer av dessa. Historisk avkastning ska inte betraktas som en indikation för framtida avkastning.

Analytikern Martin Stojilkovic äger inte och får heller inte äga aktier i det analyserade bolaget.

Ansvarig analytiker:

Martin Stojilkovic