

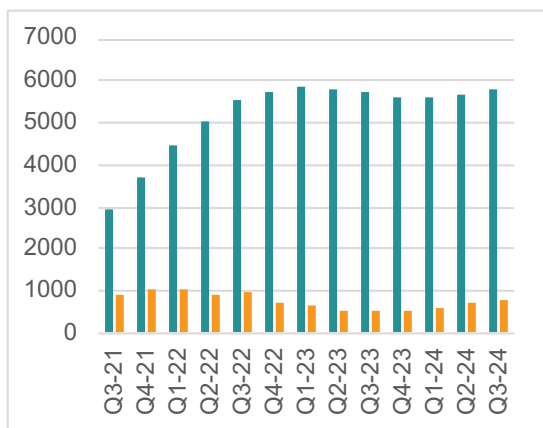
Creditas intäkter når nya rekordnivåer

Creditas är den ledande digitala plattformen för säkerställda lån i Brasilien och utgör cirka 50% av VEFs investeringsportfölj. Bolaget erbjuder konsumenter lån med huset, bilen eller sin lön som säkerhet. På så sätt har Creditas skapat en effektiv låneprocess och framför allt arrangering av säkerheten för lånen som gjort dem ledande inom säkerställda krediter. Till skillnad mot exempelvis Sverige, används sällan bostäder som säkerhet för konsumtionslån i Brasilien samt att cirka 70% av bostäderna och bilarna i landet är obelånade. Därför är det vanligt att brasilianska konsumenter betalar några av de högsta räntorna i världen, där konsumentkrediter utan säkerhet har räntor på över 100%. Marknaden för säkerställda krediter är med andra ord kraftigt underpenetrerad.

Över tid har fler Fintech-, Insurtech- och konsumentlösningar adderats, som alla är relaterade till den huvudsakliga låneverksamheten. Tillsammans skapar dessa olika tjänster starka synergier i ett ekosystem och en varaktig kundrelation samtidigt som de minskar kundanskaffningskostnaderna och breddar bolagets intäktströmmar. Målet är en börsintroduktion, troligen under 2025.

Andelen nya lån steg med nästan 50% på årsbasis

Under det tredje kvartalet steg andelen nya lån till 815,4 mBRL (139 musd), en uppgång med 49,3% på årsbasis och 17,4% sekventiellt. Tillväxttakten har ökat ytterligare, drivet av bolagets mer mogna finansieringslösningar, som bil- och huslån där marginalerna också är som högst.



Källa: Bolaget. Accelerationen i låneportföljens tillväxt (grön stapel) som mattats sedan 2023 har nu börjat växa igen drivet av en högre andel nya lån under 2024 (orange stapel), mBRL och % per Q3-21 – Q3-24.

Låneportföljen uppgick till 5,8 miljarder BRL (990 musd) vid utgången av september, ökning om 1,5% på årsbasis men upp 2,4% sekventiellt. I takt med att gamla lån fñasas ut och ersätts med nya lån med en högre kreditkvalité, kommer tillväxten i låneportföljen över tid att mer spegla tillväxten i andelen nya lån.

VEF

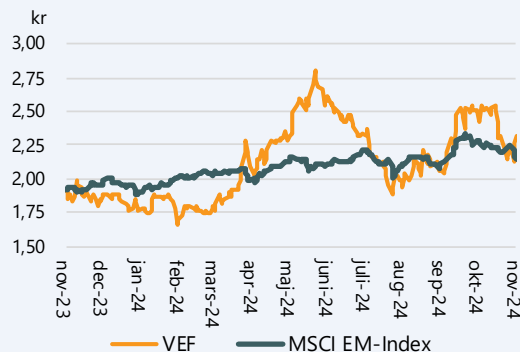
Kommentar Creditas Q3-2024

Datum 15 november 2024
Analytiker Martin Stojilkovic

Basfakta

Bransch Investmentbolag
Styrelseordförande Lars O Grönstedt
Vd Dave Nangle
Listning Nasdaq Stockholm Mid Cap
Ticker VEFAB
Aktiekurs 2,28 kr
Antal aktier, milj. 1 113,9
Börsvärde, mkr 2 539,7
Nettoskuld, mkr 271,0
Företagsvärde (EV), mkr 2 810,7
Motiverat värde 3,40 kr
Nästa rapport 2025-01-22

Kursutveckling senaste året



Källa: Refinitiv

Substansvärde & Nyckeltal, musd

	Q3-2024	Q2-2024
Creditas	252,0	216,0
Juspay	78,8	70,1
Konfio	72,8	75,5
TransferGo	38,8	36,7
Gringo	17,2	17,2
Solfácil	13,7	15,2
Nibo	10,1	11,2
Övriga investeringar	17,5	16,9
Likvidplaceringar	4,1	4,0
Investeringsportfölj	505,1	462,6
Kassa	9,1	11,8
Övriga nettofordringar/skulder	-39,2	-37,9
Substansvärde (NAV)	475,0	436,6
NAV/usd	0,46	0,42
NAV/sek	4,61	4,45
Substansrabatt/-premie	45%	46%

Källa: Bolaget, Analysguiden

Motiverat värde är en uppfattning om vad bolaget borde vara värt givet Analysguidens huvudscenario. Det är inte samma sak som att aktiekursen ska spegla detta värde.

Sedan utgången av 2017 (då VEF gjorde sin första investering i Creditas) har låneportföljen vuxit med 6000%, från 95,1 mBRL (17,8 musd) till 5,8 miljarder BRL (990 musd), motsvarande en årlig tillväxt om 83%.

Bolaget väntar sig att kreditkvaliteten är fortsatt stark framöver drivet av räntenivåer, som är 250 baspunkter lägre jämfört med räntetoppen under 2022/2023 samt en arbetslöshet som faller ned mot 6,4%.

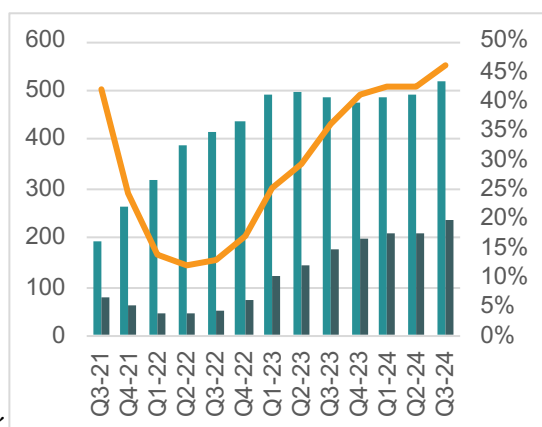
I början av november har Creditas också noterat sin icke säkerställda obligation om 40 musd på Nasdaq Stockholm. Lånet löper på 3 år till en ränta om 13% och ingår i ett låneramverk om totalt 150 musd.

Kvartalets omsättning översteg 0,5 miljarder BRL

Omsättningen i det tredje kvartalet uppgick till 517,4 (88 musd), vilket är det högsta omsättningen någonsin i ett enskilt kvartal. På årsbasis är det en ökning med 6,9% och sekventiellt 4,8%. Tillväxten i omsättningen har drivits av att äldre lån ersätts med nya lån med bättre marginaler. Men även tillväxten i låneportföljen i kombination med högre up-front fees ligger bakom uppgången i kvartalets omsättning.

Den nya prisstrategi som introducerades under 2022, gör att fokus ligger på att generera intäkter från mer lönsamma kundprodukter utan att för den delen äventyra kundlojalitet, marginaler eller kreditkvaliteten för låneportföljen. Givet bolagets fokus på fortsatt tillväxt väntas omsättningen inför kommande kvartal att öka.

Sedan 2017 har bolaget accelererat och vuxit sin omsättning från 23,7 mBRL (4,5 musd) till att per det tredje kvartalet 2024 ha en omsättning om 1 972 mBRL (337 musd) på rullande tolv månader. Vid slutet av föregående år la bolaget om sin tillväxtstrategi till att numera växa snabbt men med lönsamhet. Det har resulterat i att verksamheten numera bedrivs med ett positivt kassaflöde, som möjliggör självfinansiering av dess tillväxt med hjälp av egna återinvesterade medel. Creditas har som mål att fortsätta att vara lönsamma med siktet inställt på en årlig tillväxt om minst 25% för de kommande åren. Det är något som Analysguiden ser som klart nåbart.



Källa: Bolaget. Omsättningen (grön stapel) ökar igen efter bolagets fokusomläggning, samtidigt som det har lett till ett klart uppsving i det ökade bruttoreultatet (mörkgrön stapel) och bruttomarginalen (orange linje), mBRL och % per Q3-21 – Q3-24.

Bruttomarginalen steg över det långsiktiga målet

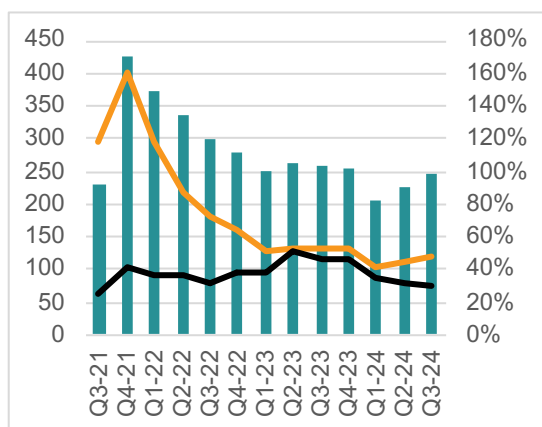
Bolagets fokus på lönsammare produkter och en ökad selektivitet runt kreditgivningen har lett till en kraftig uppgång i bruttoresultatet. Creditas långsiktiga mål för bruttomarginalen, som sattes för två år sedan, är att det ska befinna sig inom intervallet 40 - 45%. Men redan i det tredje kvartalet har bolaget överträffat det målet genom att leverera ett rekordhøgt bruttoresultat på 237 mBRL (40 musd) motsvarande en bruttomarginal om 45,9%. Det är en uppgång med 35,7% på årsbasis och 13,4% sekventiellt.

Redovisningsreglerna enligt IFRS kräver att kundanskaffningskostnader och avsättning för kreditförluster ska kostnadsföras direkt, vilket gör att kostnadsmassan blir framtung. Trots det har bolagets höga tillväxt och fokus på lönsamhet kompenserat för det mer än väl.

Operativa kostnader fortsatt på hälsosamma nivåer

De operativa kostnaderna i bolaget består främst av kundanskaffningskostnader, administrationskostnader samt finansiella intäkter och kostnader. I takt med att bolagets omsättning och marginaler ökar, utgör de operativa kostnaderna en allt mindre del i förhållande till omsättningen.

I kvartalet steg de operativa kostnaderna i absoluta tal även fast kundanskaffningskostnaderna uppgick till de lägsta i förhållande till omsättningen samtidigt som de administrativa kostnaderna hölls på fortsatt hälsosamma nivåer. För det tredje kvartalet uppgick de till 245 mBRL (41,8 musd), en sekventiell ökning från andra kvartalets operativa kostnader om 224 mBRL (39,5 musd). Bakgrunden är implementeringen av bolagets nya tillväxtstrategi. Trenden med ökade operativa kostnader inom intervallet 40 – 50% räknar bolaget kommer att fortsätta året ut då planen är att maximera tillväxtsinvesteringarna samtidigt som ett positivt kassaflöde bibehålls.



Källa: Bolaget. Operativa kostnader (grön stapel) och operativa kostnader som en andel av omsättningen (orange linje) och nya lån (svart linje). I takt med att bolagets omsättning och antal nya lån växer varje kvartal utgör de operativa kostnaderna en allt lägre andel i relation till omsättning och nya lån, mBRL och % per Q3-21 – Q3-24.

Sammantaget gör detta att Creditas på kort sikt inte kommer att fokusera på att optimera nettoresultatet av främst av följande anledningar:

- Enligt IFRS måste kundanskaffningskostnader och avsättning för kreditförluster kostnadsföras direkt samtidigt som intäkterna

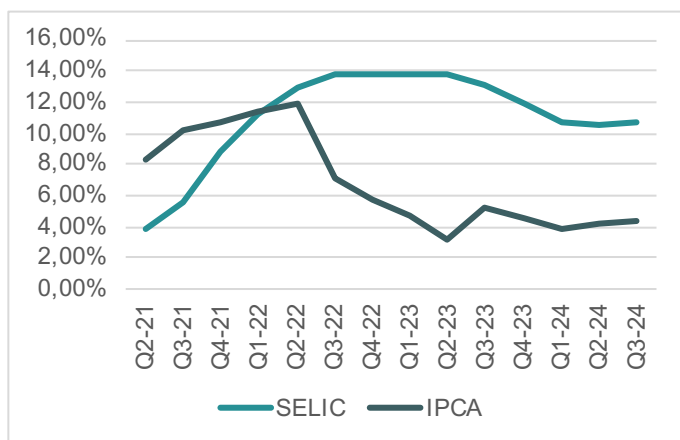
från bolagets låneportfölj har en genomsnittlig intäktsgenerering om 7 – 8 år.

- Bolaget fokuserar på långsiktigt värdeskapande, vilket inte nödvändigtvis korrelerar med kortsiktig vinstoptimering givet att de investeringar som görs nu väntas ge en betydande avkastning under lånens löptid. Det gör att nettoresultatet inte avspeglar bolagets underliggande kassaflöde.

Analysguiden väntar sig att Creditas fortsatt kommer att uppvisa ett svagt negativt nettoresultat, men givet att bolaget fortsättningsvis genererar ett positivt kassaflöde väntas den fortsatt tillväxten kunna fortgå.

Marknadsutveckling

Marknadsutvecklingen på den brasilianska marknaden går åt rätt håll efter en tid med hög inflation. Landets inflation (IPCA) har sjunkit något från starten av 2024 till att vara på 4,42% vid utgången av september. Jämfört med april 2022, då inflationen nådde toppen på 12,13%, är det en markant skillnad. Förväntningarna framöver är att inflationen ska falla till 4,2% vid utgången av 2024 och till 4,00% vid utgången av det tredje kvartalet 2025. Samtidigt har den brasilianska styrräntan minskat från toppen på runt 14% till 10,75% vid utgången av september men förväntas stiga för att uppgå till 11,00% till slutet av året. Den brasilianska valutan, BRL, har stärkts något sedan utgången av det andra kvartalet gentemot USD handlas för tillfället runt 5,70 brasilianska real för 1 usd.



Källa: Tradingeconomics, inflation and interest rates i Brasilien, Analysguiden

Investeringstes

Exponering mot Fintech-bolag på tillväxtmarknader

Fintech är ett segment under kraftig tillväxt. Enligt en undersökning från Mordor Intelligence¹ väntas den globala Fintech-marknaden växa från 313 miljarder usd vid utgången av 2024 till 608 miljarder usd år 2029. Det är en årlig tillväxttakt på över 14% under prognosperioden. Ofta är bolagen inom Fintech onoterade, vilket gör det svårt att få möjlighet att investera direkt i dessa bolag, särskilt på tillväxtmarknader. Genom VEF ges investerare en unik möjlighet att få exponering mot några av de snabbast växande Fintech-marknaderna i världen, som Brasilien, Mexiko och Indien. Bolaget analyserar regelbundet och konstant nya intressanta tillväxtmarknader där potentialen för Fintech-bolag är stor, som exempelvis Indonesien.

Framgångsrik förvaltning över lång tid skapar värde

Bolaget har en tydlig och hållbar investeringsstrategi, fokuserad på länder med en stor befolkning, låg medelålder, en hög användning av smartphones och där finansiella tjänstesektorn ofta domineras av ett fåtal stora traditionella banker. Det ökar möjligheterna till att ta marknadsandelar med nya innovativa och digitala lösningar inom finansiella tjänster. Samtidigt som det ger människor som inte tidigare har varit inkluderade i den finansiella tjänstesektorn tillgång till dessa tjänster. Sedan Q4 2015 har bolagets substansvärde haft en årlig genomsnittlig tillväxt på 17% trots påverkan från pandemin och det rådande makroekonomiska klimatet. Hittills har bolaget gjort 6 exits, varav de två främsta är ryska Tinkoff Bank med en IRR på 65% och en CoC (Cash on Cash) på 6,1x samt turkiska izyico med en IRR på 57% och en CoC på 3,2x, vilket är ett starkt track record.

Omotiverat hög substansrabatt inför nästa cykel

Riskaptiten för investeringar i privata snabbväxande bolag minskade kraftigt under 2022 och 2023 då centralbankerna världen över höjde sina styrräntor kraftigt. 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 Fintech-bolag, vilket bör leda till att bolagets substansrabatt återgår till sin historiska nivå på omkring 27%.

Möjlig notering av det största innehavet under 2025

Bolagets största innehav, det brasilianska bolaget Creditas, som utgör cirka 50% av investeringsportföljen, planerar för en börsintroduktion under 2025. Sedan 2017, då VEF gjorde sin första investering, har Creditas ökat den årliga omsättningen från 23,7 mBRL (4,5 musd) till 1 972 mBRL (337 musd) på rullande tolv månader, motsvarande en årlig tillväxt på 93%. Bolagets ägarandel i Creditas uppgår till nästan 10% och värderas idag till 252 musd. En börsnotering av Creditas skulle sannolikt synliggöra ytterligare värde.

¹ Mordor Intelligence – "Fintech market size & share analysis – growth trends & forecasts (2024 – 2029)"

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 vissa fall ännu inte går med vinst. Över 90% av portföljbolagen har redan eller kan med befintlig kapital nå break-even enligt bolagets bedömning. 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 VEF att bidra med nytt kapital. I värsta fall om ett portföljinnehav inte får nytt kapital kan det leda till konkurs, vilket skulle göra att VEF förlorar sitt investerade kapital.

Värderingsrisker

VEF värderar sina innehav efter en värderingsmetod som har utarbetats under lång tid och i enlighet med IFRS redovisningsregler. 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 samt 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 endast Creditas som offentliggör någon form av kvartalsvis rapportering, vilket gör det svårt för utomstående investerare sin egen värdering och få en inblick i hur portföljbolagen presterar.

Beroende av ett mindre antal portföljbolag

Även om bolaget har femton innehav i sin investeringsportfölj är det tre bolag som står för över 75% av det redovisade marknadsvärdet. Creditas, som är det enskilt största innehavet utgör nästan hälften av det redovisade marknadsvärdet. Samtidigt har VEF en ägarandel i respektive av dessa tre bolag som ligger runt 9 -11%, vilket gör att bolaget inte har röstmajoritet i något av dessa bolag. Förmågan att utöva avgörande inflytande kan därför vara begränsad. Dock har VEF i många fall styrelsrepresentation i sina innehav, vilket till viss del stärker inflytande. Men VEFs 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 tillväxtmarknader, som Brasilien, Mexiko och Indien med flera. Det exponerar bolaget för valutarisker, särskilt mot USD då de flesta investeringar görs i USD, samtidigt som VEFs substansvärde räknas om till SEK och aktien är noterad i SEK.

Marknadsrisker

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