

# Utvecklingen i kvartalet kom in enligt förväntan

## Valuta påverkade substansvärdet negativt

Utvecklingen för portföljbolagen var stark under det andra kvartalet vad gäller omsättnings- och bruttovinsttillväxt. Sett till de kommande tolv månaderna väntas portföljbolagen uppvisa en vägd genomsnittlig omsättningstillväxt på cirka 30% samt bruttovinsttillväxt på cirka 60%. I dagsläget är bolagets tre största innehav redan nu kassaflödespositiva och i maj släppte bolagets största innehav, Creditas, sin rapport för det första kvartalet. Det var det första lönsamma kvartalet i bolagets historia, med intäkter om 90 musd och en bruttovinst på 38 musd, motsvarande en bruttovinstmarginal om 42,5%. För resterande del av året väntas en fortsatt lönsam tillväxt för Creditas och planen för den kommande börsnotering ligger fast enligt bolagets ledning.

VEFs substansvärdet uppgick vid utgången av det andra kvartalet till 436,6 (479,2) musd, motsvarande 0,42 (0,46) usd. Det är en minskning med -2% sekventiellt och -9% på årsbasis. Nedgången i substansvärdet beror till största del på försvagade lokala valutor mot den amerikanska dollarn, med en tioprocentig nedgång för den brasilianska realen respektive den mexikanska peson.

## Substansrabatt uppgick till 46% vid utgången av Q2

Sedan slutet av 2015 har substansvärdet per aktie (NAVPS) vuxit med i genomsnitt 17% per år, och uppgick vid utgången av juni i år till 4,45 kronor per aktie. Det motsvarar en substansrabatt om 46% baserat på aktiekursen vid kvartalets utgång, en förbättring med cirka 11% jämfört med början av året.

Bolaget har en stark balansräkning och det andra kvartalet stängde med en kassa på 11,8 musd plus 4,0 musd i likvida placeringar. Bolagets finansiella ställning bedöms vara mer än tillräcklig för att stödja nuvarande portföljinnehav under den kommande tolv månadersperioden. Cirka 96% av bolagen i den aktiva portföljen har redan uppnått eller har kapacitet att nå break-even utan ytterligare finansiering. För de resterande innehaven har de en genomsnittligt vägd kassalikviditet på 11 månader.

## Upprepar motiverat värde om 3,40 kronor

Inriktningen mot snabbväxande onoterade Fintech-bolag på tillväxtmarknader finner Analysguiden särskilt spännande, då det ger en unik möjlighet att få exponering mot bolag som normalt sett inte är tillgängliga att investera i för småsparare. Bolaget handlas till en omotiverad hög substansrabatt enligt Analysguiden och givet triggen med en kommande börsnotering av Creditas, tycker vi att aktien är köpvärd. Analysguiden upprepar sitt motiverade värde på 3,40 kr, vilket är i nivå med bolagets genomsnittliga substansrabatt.

## VEF

### Rapportkommentar

Datum 19 juli 2024  
Analytiker Martin Stojilkovic

### Basfakta

Bransch Investmentbolag  
Styrelseordförande Lars O Grönstedt  
Vd Dave Nangle  
Listning Nasdaq Stockholm Mid Cap  
Ticker VEFAB  
Aktiekurs 2,20 kr  
Antal aktier, milj. 1 113,9  
Börsvärde, mkr 2 445,0  
Nettoskuld, mkr 222,8  
Företagsvärde (EV), mkr 2 667,8  
Motiverat värde 3,40 kr  
Nästa rapport 2024-10-23

### Kursutveckling senaste året



Källa: Refinitiv

### Substansvärde & Nyckeltal, musd

	Q2-2024	Q1-2024
Creditas	216,0	215,5
Konfio	75,5	75,5
Juspay	70,1	72,5
TransferGo	36,7	36,6
Gringo	17,2	17,3
Solfacil	15,2	15,4
Nibo	11,2	12,1
Övriga investeringar	16,9	21,4
Likvidplaceringar	4,0	3,9
<b>Investeringsportfölj</b>	<b>462,6</b>	<b>470,4</b>
Kassa	11,8	14,0
Övriga nettofordringar/skulder	-37,9	-36,8
<b>Substansvärde (NAV)</b>	<b>436,6</b>	<b>447,6</b>
NAV/usd	0,42	0,43
NAV/sek	4,45	4,58
Substansrabatt/-premie	46%	58%

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.

## Investeringstes

### Exponering mot Fintech-bolag på tillväxtmarknader

Fintech är ett segment under kraftig tillväxt. Enligt en undersökning från Mordor Intelligence<sup>1</sup> 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, såsom 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 25%.

### Möjlig notering av det största innehavet under 2025

Bolagets största innehav, det brasilianska bolaget Creditas, som utgör cirka 47% av investeringsportföljen, planerar för en börsintroduktion under 2025. Sedan 2017, då VEF gjorde sin första investering, har Creditas ökat sin årliga omsättning från 23,7 mBRL (4,5 musd) till 1 948,4 mBRL (368,0 musd) vid slutet av 2023, vilket motsvarar en årlig tillväxt på 109%. Under samma period har bruttovinsten haft en årlig tillväxt på 77%. Bolagets ägarandel i Creditas uppgår till nästan 10% och värderas idag till 216 musd. En börsnotering av Creditas skulle sannolikt synliggöra ytterligare värde.

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

## Operationell uppdatering Q2-24

Marknadsvärde (mUSD)	Q2-22	Q3-22	Q4-22	Q1-23	Q2-23	Q3-23	Q4-23	Q1-24	Q2-24	QoQ %	YoY %	Q2-24 portfölj- andel
 <b>creditas</b>	195,9	211,3	193,1	198,7	212,9	183,5	188,8	215,5	215,9	0,2%	1,5%	46,7%
 <b>konfio</b>	61,1	61,1	40,1	48,9	85,6	79,8	95,3	75,5	75,5	-0,1%	-11,8%	16,3%
 <b>JUSPAY</b>	47,5	47,5	47,5	62,8	74,9	66,5	74,1	72,5	70,1	-3,4%	-6,4%	15,2%
 <b>transferGo</b>	18,1	16,9	16,3	16,2	21,8	30,9	27,0	36,6	36,7	0,0%	68,3%	7,9%
 <b>GRINGO</b>	12,3	12,3	12,3	20,6	18,8	17,3	17,3	17,3	17,2	-0,6%	-8,8%	3,7%
 <b>selfácil</b>	20,0	20,0	20,0	20,0	20,0	11,6	15,6	15,4	15,2	-1,6%	-24,1%	3,3%
 <b>nibo</b>	6,9	6,7	6,8	9,5	10,2	11,2	12,7	12,1	11,2	-7,7%	9,9%	2,4%
<b>Likvidplaceringar</b>	61,5	60,7	55,1	45,7	44,0	36,4	11,6	10,0	4,0	-60,1%	-90,9%	0,9%
<b>Övriga investeringar</b>	51,2	41,4	29,5	27,6	28,4	24,9	21,4	15,3	16,9	N/A	N/A	3,6%
<b>Totalt marknadsvärde</b>	<b>474,4</b>	<b>477,9</b>	<b>420,7</b>	<b>450,0</b>	<b>516,5</b>	<b>462,3</b>	<b>463,9</b>	<b>470,4</b>	<b>462,6</b>	<b>-1,7%</b>	<b>-10,4%</b>	<b>106,0%</b>
<b>Likvida medel</b>	15,8	10,7	8,6	8,5	9,0	6,7	17,7	14,0	11,8	-15%	31%	3%
<b>Övriga nettoskulder</b>	-49,0	-43,7	-47,5	-48,1	-46,3	-46,3	-39,4	-36,8	-37,9	3%	-18%	-9%
<b>Substansvärde</b>	<b>441,2</b>	<b>444,9</b>	<b>381,8</b>	<b>410,4</b>	<b>479,2</b>	<b>422,7</b>	<b>442,2</b>	<b>447,6</b>	<b>436,6</b>	<b>-2%</b>	<b>-9%</b>	<b>100%</b>

Källa: Bolaget, Analysguiden. Övriga investeringar inkluderar alla bolag som individuellt värderas till mindre än 1% av den totala portföljen och portföljbolag vars värdering inte kan detaljredovisas på grund av regulatoriska begränsningar. Bolag som ingår: Abhi, BlackBuck, FinanZero, Finja, Mahaana, minu, Revo och Rupeek.

Bolagets nuvarande portfölj består av 15 innehav. Under kvartalet har portföljbolagen visat på en stark utveckling vad gäller omsättnings- och bruttovinsttillväxt, som sammantaget bidrog positivt till utvecklingen av substansvärdet. För de kommande tolv månaderna väntar sig bolaget en vägd genomsnittlig tillväxt på cirka 30% för portföljbolagens omsättning och cirka 60% för portföljens bruttovinst.

Dock har värderingarna av portföljbolagen stor del motverkats av en försvagning av lokala valutor på två av bolagets största marknader. Både den brasilianska realen och mexikanska peson sjönk med runt 10% mot den amerikanska dollarn under det andra kvartalet. Värderingarna har till viss del även påverkats av politisk och ekonomisk volatilitet, vilket syns i värderingsmultiplarna. I Mexiko och Indien har det nyligen varit val och även om utgången blev rätt väntad skapar det alltid en viss turbulens. I Brasilien ökade

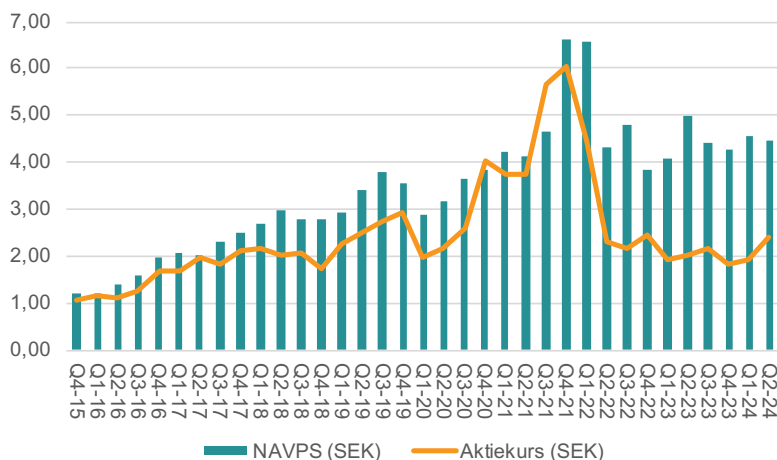
inflationen något i juni jämfört med mars, vilket gör att styrräntan fortsatt ligger på höga 10,5%, dock ned 25 punkter jämfört med det första kvartalet.

Värt att kommentera är den större sekventiella förändringen i värderingarna för Juspay och Rupeek. I Juspays fall har det att göra med att multiplarna för publika jämförelsebolag har minskat drivet av sjunkande aktiekurser för noterade betalbolag. När det gäller Rupeek har innehavet flyttats till övriga investeringar. Omklassningen beror på att Rupeek har tagit in ytterligare kapital i två rundor, där värderingen skiljer sig åt. VEF deltog inte i någon av dessa kapitalanskaffningar men har värderat Rupeek utifrån den lägre värderingen, vilket alltså har lett till att det numera ingår i gruppen övriga investeringar.

Större kapitalanskaffningar som skett under de senaste tolv månaderna är i TransferGo och Gringo. TransferGo tog in 10 musd från Taiwan Capital i mars i år, som också blev in som ny ägare. Under augusti 2023 genomförde Gringo en C-runda om 30 musd, där VEF deltog med 3 musd. När det gäller andra kvartalet har inga nya investeringar eller avyttringar genomförts. Av bolagets portföljbolag värderas nu 87% enligt bolagets värderingsmodell, som är en mix av på omsättnings- och bruttovinst-multiplar.

### Substansvärdet uppgick till 4,45 kronor

Sedan slutet av 2015 har substansvärdet per aktie vuxit med i snitt 17% per år, från 1,21 kr vid utgången av Q4 2015 till 4,45 kronor vid utgången av Q2 2024. Historiskt sett har aktiekursen följt utvecklingen av substansvärdet, men efter det att styrräntorna världen över började höjas 2022 har fokus skiftat till mer mogna och lönsamma bolag. Det har lett till att substansrabatten numera uppnått rekordnivåer. En situation som öppnat upp för aktieåterköp från bolagets sida, vilket även beslutades på bolagsstämman nu i maj. Totalt uppgår återköpsmandatet till max 5% av de utestående stamaktierna och Analysguiden tycker att återköp är ett klokt beslut i detta fall, givet den höga substansrabatten.



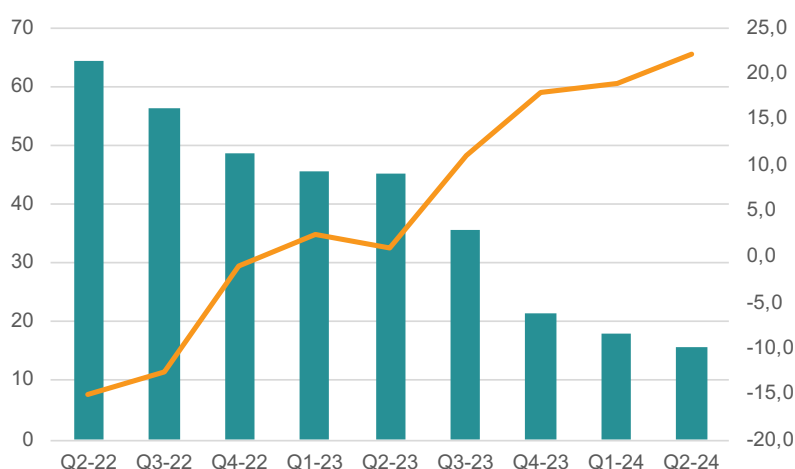
Källa: Bolaget, Analysguiden

## Låg skuldsättning och en solid balansräkning

Portfölj innehaven utgör 106% av substansvärdet, varav nästan 1% består av likvida placeringar i penningmarknadsfonder. Till det har bolaget ytterligare nästan 4% i likvida medel. Bolagets övriga nettoskulder uppgår till -9%, vilket gör att nettoskuldssättningsgraden ligger på strax över 5%.

Bolagets bedömning är att den finansiella ställningen vid utgången av det andra kvartalet 2024 är god med 15,8 musd i likvida medel inklusive de likvida placeringarna, vilket Analysguiden håller med om. När det gäller ytterligare finansiering till innehaven i portföljen har 96% av innehaven redan uppnått eller har kapacitet att nå break-even utan ytterligare finansiering. För de resterande fyra procenten har dessa en genomsnittligt vägd kassalikviditet på 11 månader.

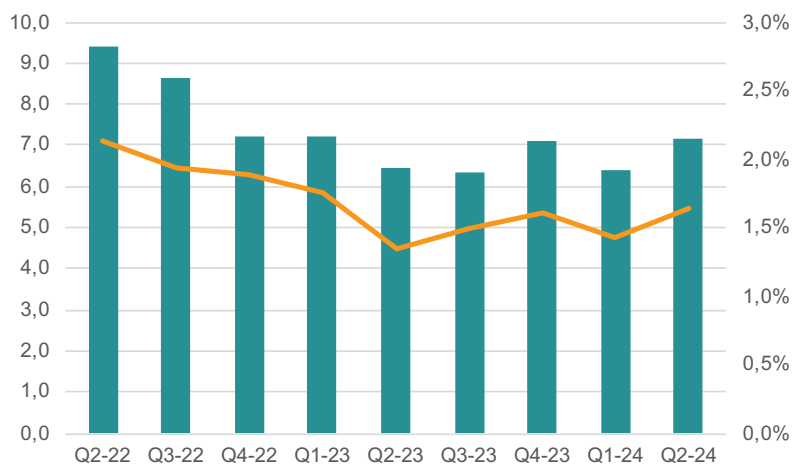
Historiskt sett har bolaget haft en nettokassa på över 10 musd, men efter ett antal investeringar under 2022 i befintliga innehav har bolaget numera en nettoskuld. 2022 emitterades också en hållbarhetsobligation på 500 mkr, där summan i sin helhet har allokerats till Konfio, Solfácil, Rupeek och Mahaana. Obligationen refinansierades året efter till bättre villkor och löper till och med december 2026 och samtidigt minskade bolaget den utestående skulden till 400 mkr.



Källa: Bolaget, Analysguiden. Likvida medel och likvida placeringar i musd (grön stapel) och utveckling av nettoskulden (orange linje). En negativ nettoskuld betyder att bolaget har en nettokassa.

## Förvaltningskostnaderna håller sig inom intervallet

Bolagets rörelsekostnader under det andra kvartalet uppgick till 7,2 (6,4) musd på rullande 12 månader. Det motsvarar en förvaltningskostnad om 1,6% (1,3%) av substansvärdet.



Källa: Bolaget, Analysguiden. Rörelsekostnader R12 m i musd (grön stapel) och rörelsekostnader i förhållande till substansvärde i % (orange linje).

Vi räknar med att även framöver kommer rörelsekostnaderna att hålla sig inom intervallet 1,5 – 2,0%, även om de tillfälligt kan svänga mellan kvartalen, vilket gör att de framtida förvaltningskostnaderna fortsatt förväntas vara låga.

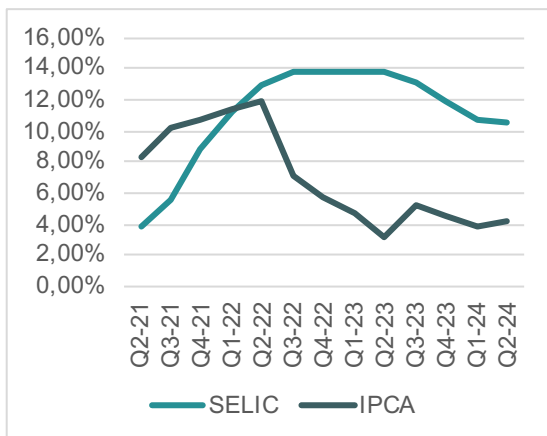
## Senaste rapporten från Creditas

Creditas är den ledande digitala plattformen för säkerställda lån i Brasilien. Över tid har fler Fintech-, Insurtech- och konsumentlösningar adderats till bolagets ekosystem relaterat till sin huvudsakliga låneverksamhet. De erbjuder konsumenter lån med huset, bilen eller sin lön som säkerhet och har skapat en effektiv låneprocess och framför allt arrangering av säkerheten för lånen som gjort dem ledande inom säkrade krediter. Tillsammans skapar dessa olika tjänster starka synergier och en varaktig kundrelation samtidigt som de minskar kundanskaffningskostnaderna och breddar bolagets intäktströmmar. Målet är en börsintroduktion, troligen under 2025.

### Operationell uppdatering Q1-2024

Sedan 2017 har bolaget accelererat och vuxit sin omsättning från 23,7 BRL (4,5 musd) till att per Q1 2024 ha en omsättning om 1 942 mBRL (368 musd) på rullande tolv månader. Omsättningen för det första kvartalet 2024 ökade med 2,2% sekventiellt men minskade marginellt med -1,3% på årsbasis. Låneportföljen växte till strax under 5,6 miljarder BRL (1,06 miljarder usd) i kvartalet, ned -0,9% sekventiellt och -5,2% på årsbasis. Nedgången i omsättning och låneportföljen förklaras av en mer restriktiv utlåning inom Creditas Auto samt bolagets fokus på lönsamhet. Vid utgången av 2017 (då VEF gjorde sin första investering i Creditas) uppgick låneportföljen till 95,1 mBRL (17,8 musd), vilket innebär att den har vuxit med nästan 5800% sedan dess. Det motsvarar en årlig tillväxt om 92%.

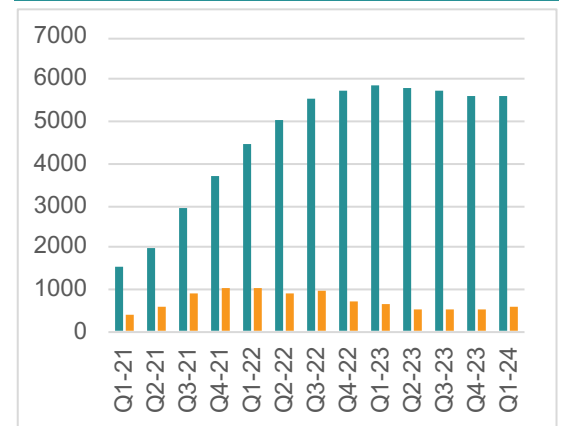
Marknadsutvecklingen på den brasilianska marknaden går åt rätt håll efter en tid med hög inflation. Landets inflation (IPCA) har ökade något till 4,23% vid utgången av juni i år, från att ha toppat på 12,13% april 2022. Förväntningarna framöver är att inflationen ska falla till 3,80% vid utgången av 2024 och till 3,70% vid slutet av 2025. Samtidigt har den brasilianska styrräntan minskat från toppen på runt 14% till 10,50% vid utgången av juni och förväntas nå 9,75% till slutet av året. Den brasilianska valutan, BRL, har försvagats gentemot USD med cirka 10% och handlas för tillfället runt 5,50.



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

### Vänder till lönsam tillväxt

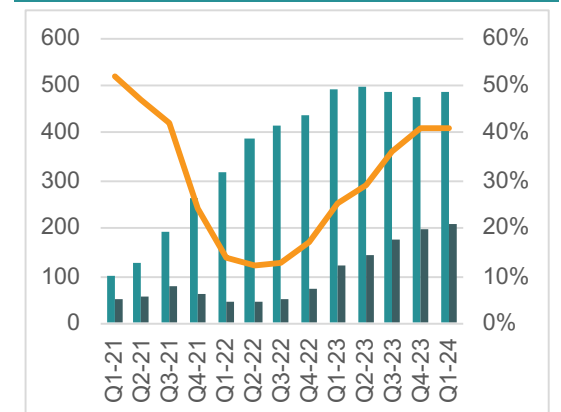
Accelerationen i låneportföljens tillväxt (grön stapel) har mattats av något sedan 2023, drivet av lägre andel nya lån (orange stapel) Q1-21 – Q1-24.



Källa: Bolaget, Analysguiden

### Starkt tillväxt i bruttovinsten

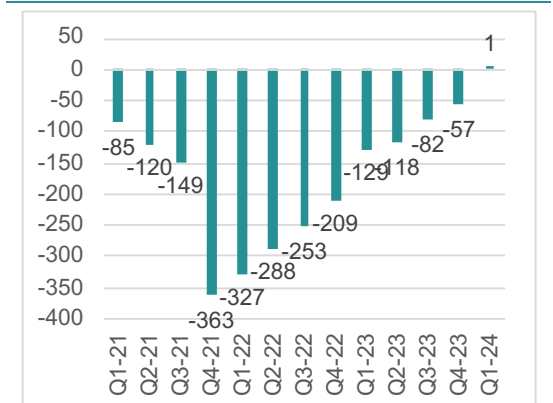
Nettoomsättningen (grön stapel) mattas drivet av lägre tillväxt i låneportföljen. Samtidigt växer bruttovinsten (mörkgrön stapel) och bruttomarginalen (orange linje) drivet effektiviseringar, mBRL och % per Q1-21 – Q1-24.



Källa: Bolaget, Analysguiden

### Positivt nettoresultat uppnått

Bolaget fokusplan har lett bolaget till att uppnå ett positivt nettoresultat för första gången, mBRL och Q1-21 – Q1-24.



Källa: Bolaget, Analysguiden

## Låg värdering i dagsläget

Sedan bolaget bildades har VEFs substanspremie/-rabatt pendlat mellan 20% i premie till 58% i rabatt med en genomsnittlig substansrabatt på 27%.

Jämför vi med hur andra svenska investmentbolag med liknande inriktning värderas på den svenska börsen är den genomsnittliga substanspremien cirka 9%.

Bolag	Aktiekurs 18 juli 2024	Substans- värde per aktie	Rabatt (neg)/ Premie (pos)
VNV Global	24,02	48,61	-51%
Kinnevik	90,45	140,13	-35%
Creades	79,75	73,00	9%
Flat Capital	15,98	7,55	112%
<b>Medel</b>			<b>9%</b>

Källa: Analysguiden, bolagens senaste kvartalsrapporter.

Om vi skulle värdera VEF utifrån jämförelsegruppen, skulle det innebära en aktiekurs på 4,84 kronor. Men med tanke på att bolaget fokuserar på investeringar i Fintech-bolag, som ännu inte nått lönsamhet i vissa fall, är det mer konservativt att applicera en viss rabatt baserat på det. Utgår vi i stället ifrån bolagets genomsnittliga substansrabatt ger det ett motiverat värde om 3,27 kronor.

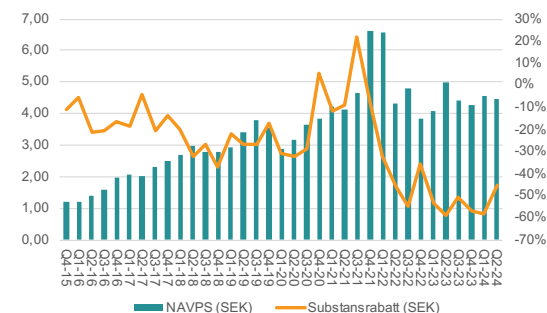
I jämförelsegruppen sticker Flat Capital ut genom att bolaget värderas till en premie på 100%. Justerat för Flat Capital är den genomsnittliga substansrabatten 26%, vilket är i linje med VEFs genomsnittliga substansrabatt.

Analysguiden tycker att VEF är ett intressant bolag för de som vill ha exponering mot snabbväxande Fintech-bolag på tillväxtmarknader. En extra trigger är en kommande börsnotering av Creditas, som eventuellt blir av under 2025 om man ska ta fasta på vad Creditas ledning har kommunicerat. Plus det faktum att bolagsstämman nyligen beslutat om ett återköpsmandat om max 5%, vilket också bör öka intresset för aktien.

**Analysguiden upprepar sitt motiverade värde om 3,40 kronor.**

## NAVPS har stigit i snitt 17%

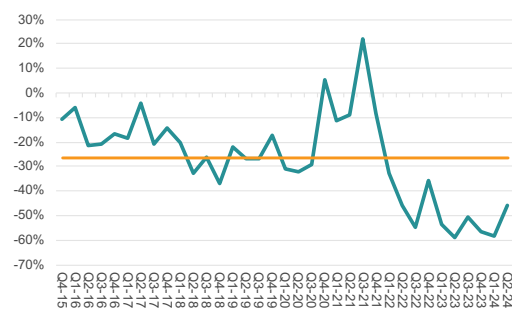
Rapporterat substansvärde per aktie i sek (grön stapel) har utvecklats stabilt uppåt över tid, samtidigt som substansrabatten numera inte följer utvecklingen för substansvärdet, utan har under de senaste 8 kvartalen (orange linje) utvecklats i motsatt riktning, Q4-15 – Q2-24.



Källa: Bolaget, Analysguiden

## Substansrabatten fortsatt hög

Substansrabatten har i snitt sedan det fjärde kvartalet 2015 varit runt 27%, men från slutet av 2022 har substansrabatten ökat kraftigt. Q4-15 – Q2-24.



Källa: Bolaget, Analysguiden



## Aktien

I samband med avknoppningen noterades bolaget på Nasdaq First North Growth Market och flyttade till Stockholmsbörsens huvudlista under 2022. Bolagets aktie är noterad under tickern VEFAB och totalt antal aktier uppgår till 1 113,9 miljoner aktier, där stamaktierna utgör den absoluta merparten.

Det finns även konvertibla C-aktier, som är en del av bolagets långsiktiga incitamentsprogram för de anställda. I dagsläget är det fem aktiva incitamentsprogram, 2020, 2021, 2022, 2023 och 2024, om totalt runt 72,1 miljoner C-aktier som konverterar till stamaktier vid utgången av respektive program om bolaget uppnår de prestationsmål som är kopplade till programmen. I samband med årets bolagstämma klubbades ett nytt återköpsmandat igenom om max 5% av det utestående stamaktierna. Än så länge har inga aktier återköpts i samband med det nya mandatet.

## Ägare

Antalet aktieägare uppgår till cirka 18 000, där den största kategorin utgörs av privata investerare. Men när det gäller ägarandelar domineras den klassen av institutionella investerare, där fonder står för den största delen. Störst ägare i bolaget är Acacia Fonder, via hedgefonden Conifer Management LLC. Förutom Acacia Fonder är också Fidelity och Swedbank Robur stora ägare.

Nyckelpersonerna i bolaget har ett stort insynsägande, med VD som en av de 10 största ägarna och över lag finns det ett högt aktieäggande i ledningsgruppen. Totalt äger de anställda över 2,5% av bolagets stamaktier och positivt är också att det inom styrelsen finns ett betydande ägande.

### Största aktieägarna, %

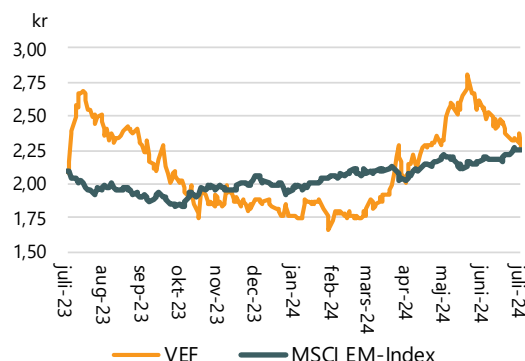
Conifer Management LLC	19,8%
Fidelity Investments (FMR)	9,9%
Swedbank Robur Funds	8,1%
City of London Investment Management	6,2%
Libra Fund	2,7%
Consilium Investment Management	2,7%
Fidelity Investments (FIL)	2,4%
Asset Value Investors	2,2%
Dave Nangle	2,2%
Avanza Pension	2,1%
Övriga	41,7%
<b>Totalt</b>	<b>100,0%</b>

Källa: Bolaget, per 2024-07-17

## Aktiens utveckling senaste året

Aktien har haft en svag utveckling under det senaste året, men har börjat att röra sig uppåt den sista tiden.

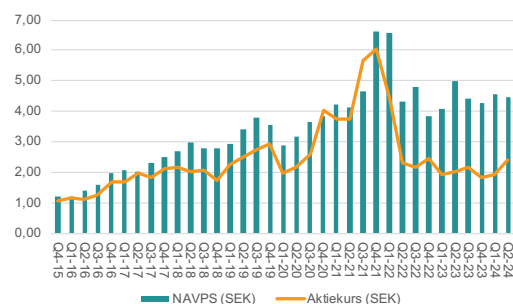
### Kursutveckling senaste året



Källa: Analysguiden

## Kraftig rabatt mot substansvärdet

Sedan start har aktien i snitt handlats till en rabatt om 27% mot substansvärdet, men i dagsläget är substansrabatten nästan dubbelt så hög.



Källa: Bolaget, Analysguiden

## Om VEF

VEF startades som ett nytt bolag under 2015 och knoppades av från VNV Global samma år tillsammans med VNV Globals portföljbolag TCS Group Holding PLC (Tinkoff Bank). Bakgrunden till avknoppningen var att man ville skapa ett separat bolag med mål att bli den ledande Fintech- investeraren inom tillväxtmarknader.

Vid bildandet bestod portföljen av endast ett innehav, men numera ingår det 15 olika bolag i portföljen. Totalt har sex exits gjorts genom åren där de mest framgångsrika har varit i ryska Tinkoff Bank följt av turkiska iyzico. I Tinkoff Bank uppnådde bolaget en avkastning om 6,1x CoC och en IRR om 65%. Motsvarande siffror i iyzico blev en CoC om 3,2x och en IRR på 57%.

VEFs inriktning är mot onoterade Fintech-bolag, som befinner sig i början av sin expansionsfas. Det övergripande målet är att över tid öka nettot på tillgångarna i relation till de investeringar som har gjorts. För att uppnå målet tar bolaget i regel plats i styrelsen och innehar på så sätt en aktiv roll som långsiktig ägare. Normalt sett eftersträvas en ägarandel på 10 – 20% där bolaget har styrelserepresentation. Av de innehav som idag finns i portföljen har VEF styrelserepresentation i majoriteten av dessa.

De investeringar som bolaget gör kännetecknas av att de är i bolag med skalbara tillväxtmöjligheter. Majoriteten av investeringarna har gjorts på tillväxtmarknaderna Latinamerika (Brasilien och Mexiko) och Indien, som utgör över 90% av portföljen. Utmärkande för dessa marknader är att de är mycket befolkningsrika länder, som förutom en gynnsam demografi, ofta kännetecknas av en låg penetrationen av banktjänster och en hög marknadskoncentration till ett fåtal banker.

Det ökar möjligheterna till att ta marknadsandelar med nya innovativa och digitala lösningar för olika finansiella tjänster. Samtidigt som det ger människor och små bolag som inte tidigare har varit inkluderade i den finansiella tjänstesektorn, tillgång till dessa tjänster på ett enkelt sätt genom exempelvis mobilappar.

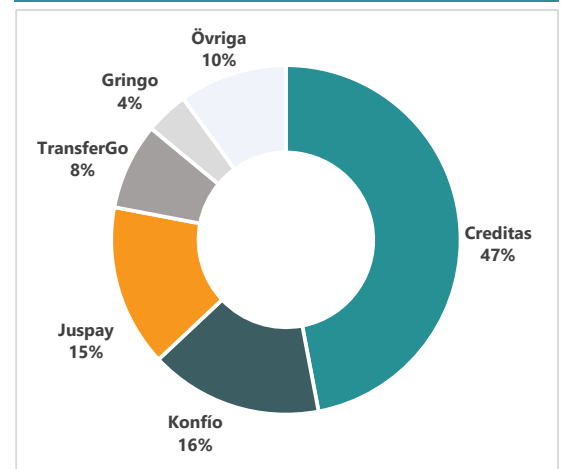
### Fokuserade på ett brett spektrum inom Fintech

Fintech omfattar ett brett spektrum av områden, där VEF för närvarande fokuserar på krediter, betalningar, privatekonomi, investeringar och Embedded finance. Embedded finance är särskilt intressant och definieras som integrationen av finansiella tjänster, såsom utlåning, betalningshantering eller försäkring, i icke-finansiella företags infrastrukturer utan att dessa företag behöver vända sig till traditionella finansinstitut. Det innebär att företag kan erbjuda tjänster som banktjänster, betalningar, lån och försäkringar direkt via sina egna plattformar eller appar. Genom olika API:er (gränssnitt) kan företag på så sätt sömlöst erbjuda tjänsterna direkt i sina egna ekosystem.

Ett mycket bra exempel på detta är det svenska börsnoterade SaaS-bolaget Fortnox, som ursprungligen tillhandahöll ett digitalt redovisningssystem via en prenumerationstjänst. Numera har Fortnox byggt ut sitt ekosystem med olika typer av betaltjänster, försäkringar, företagskort, bokningssystem, säljstöd, med mera.

## 5 innehav står för 90% av NAV

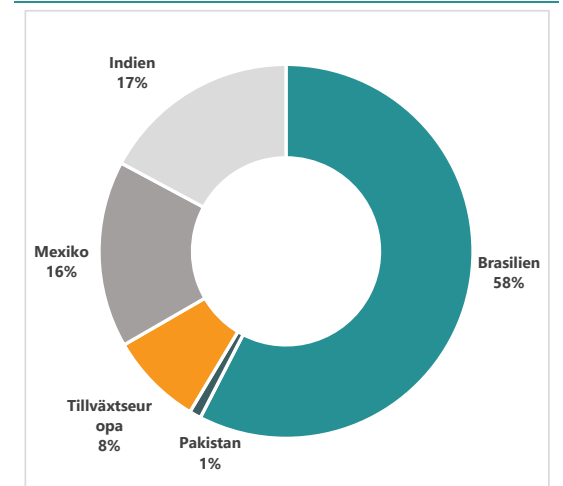
Redovisat marknadsvärde per 2024-06-30



Källa: Bolaget

## Brasilien är den största marknaden

Tre marknaderna står för 91% av alla investeringarna i portföljen där Brasilien är den klart dominerande marknaden, 2024-06-30



Källa: Bolaget

Andra exempel på svenska framgångsrika Fintech-bolag är Klarna, iZettle, Tink och Lendo.

Fintech sektorer	Områden och innehav i VEFs portfölj	Andra noterade och onoterade exempel
<b>Krediter</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>- Konsument</li> <li>- SME</li> <li>- Säkerställda</li> <li>- Ej säkerställda</li> </ul>	
<b>Betalningar</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>- Offline</li> <li>- Online</li> <li>- Mobila</li> <li>- Överföringar</li> </ul>	
<b>Privatekonomi</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>- Digitala banker</li> <li>- Privatekonomiska chefer</li> <li>- Mobila plånböcker</li> </ul>	
<b>Investeringar</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>- Förmögenhetsförvaltning</li> <li>- Robotrådgivare</li> <li>- Digitala mäklare</li> </ul>	
<b>Embedded finance</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>- Redovisning- SaaS</li> <li>- HR och lönehantering</li> <li>- BNPL</li> <li>- Logistiklösningar</li> </ul>	
<b>Insurtech</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>- Digitala jämförelsesajter</li> <li>- Full-stack digitalt</li> </ul>	
<b>WEB3</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>- Kryptovalutor</li> <li>- Blockchain</li> <li>- Digitala tillgångar</li> <li>- NFTs</li> </ul>	

Källa: Bolaget, Analysguiden

## En hållbarhetsfokuserad investeringsprocess

Bolagets investeringsprocess utgår ifrån två huvudsakliga koncept:

1. Styrkan av ett aktivt ägarskap för att kunna säkerställa god bolagsstyrning och en ansvarsfull affärsverksamhet
2. Hållbarhet ska vara en fundamental del av verksamheten i de bolag som VEF investerar i

Det gör att innan bolaget påbörjar en investeringsprocess har investeringsteamet ofta lärt känna grundarna och följt deras resa under en längre tid.

Ansvar för att hitta nya investeringar ligger hos investeringsteamet, som till viss del är inriktat mot olika marknader och regioner. Då hållbarhet är viktigt är samtliga i teamet väl utbildade i grunderna för bolagets hållbarhetsprinciper och i att bedöma om en potentiell investering lever upp till bolagets standard vad gäller hållbarhet och etiska riktlinjer.

Vissa av de marknader som bolaget investerar i kännetecknas av hög risk, främst ur ett socialt- och bolagsstyrningsperspektiv (exempelvis korruption, penningtvätt, efterföljande av lagar, arbetskyddsregler och mänskliga rättigheter), vilket gör att hållbarhetsanalysen ligger till grund för att se till att minimera de riskerna. Men även för att hantera en potentiell negativ inverkan som portföljbolagen skulle kunna ha på samhället. Om en potentiell investering inte lever upp till bolagets hållbarhetskriterier efter genomförd hållbarhets-

genomlysning avstår bolaget från att genomföra investeringen oavsett hur attraktiv den väntas vara.

Sedan 2020 rapporterar bolaget årligen en frivillig hållbarhetsrapport och tack vare ett aktivt ägarskap plus strävan efter styrelse-representation lyfts hållbarhetsfrågorna fram på rätt nivå i portföljbolagen. VEF genomför också årliga hållbarhetsanalyser av sina innehav, vilket gör att bolaget kan säkerställa att det är uppdaterade om eventuella hållbarhetsrelaterade problem. Men även utbilda portföljbolagen i viktiga hållbarhetsfrågor.

Investeringsprincipen kokar ned i att om det inte är hållbart är det heller inte investeringsbart, vilket hänger ihop med bolagets filosofi om att är det inte etiskt är det inte skalbart. Till sin hjälp för att uppnå detta har bolaget tagit fram ett ramverk, som innehåller ett antal principer för hur man bedriver ansvarsfull finansiell verksamhet, nämligen:

- Tillhandahålla ansvarsfulla, rättvisa och transparenta finansiella produkter
- Ha tydliga och begripliga villkor
- Arbeta för att motverka överskuldsättning
- Tillhandahålla tillgänglig och tydlig kundservice på ett snabbt och lyhört sätt
- Hantera personuppgifter ansvarsfullt, säkert och i enlighet med gällande lagar
- Främja initiativ för digital finansiell förståelse och medvetenhet

Bolagets hållbarhetsarbete är fokuserat på tre huvudområden:

- Fintech för finansiell inkludering, rättvisa, välbefinnande och den gröna omställningen
- Ansvarsfull finansiell verksamhet
- Bolagstyrning och affärsetik

Samtliga investeringar enligt ramverket kategoriseras även utifrån om de är ansvarsfulla eller påverkaninvesteringar. Påverkansinvesteringar definieras som investeringar som adresserar ett prioriterat problem i samhället för underbetjänta målgrupper och/eller klimatomställningen och utgår från FN:s globala hållbarhetsmål. Samtliga av bolagets investeringar uppfyller kravet för att vara ansvarsfulla och bolaget har identifierat att nästan 75% av portföljen också uppfyller deras definition av att ha särskilt betydande påverkan.

## 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. 95% av portföljbolagen är antingen redan lönsamma eller kan, enligt bolagets bedömning, nå lönsamhet med sitt existerande kapital. 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 Creditsas 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. Creditsas, 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. Även 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](http://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