

Makromotvindar tyngde avslutningen av året

Stark US-dollar och en svag utveckling i Brasilien

Under året nådde en majoritet av portföljbolagen break-even, där utvecklingen i de större innehaven visar på en lönsam tillväxt. Däremot har motvindarna på makro- och marknadsnivå, särskilt under det sista kvartalet, haft en stor påverkan på substansvärdet drivet av en svag valutautveckling, främst den brasilianska realen, gentemot den amerikanska dollarn. Även den svaga utvecklingen för brasilianska tillgångar har lett till en negativ påverkan på värderingsmultiplarna för jämförbara brasilianska fintechaktier noterade i USA, som är relevanta för bolagets värderingsmodell. Det har lett till att substansvärdet minskade till 353,0 (442,2) musd, motsvarande 0,34 (0,42) usd per aktie, en nedgång på 20,2% på årsbasis och 25,7% sekventiellt. I november släppte bolagets största innehav, Creditas, sin rapport för det tredje kvartalet. Den lönsamma tillväxten har fortsatt med intäkter om 83 musd och en bruttovinst på 38 musd, vilket motsvarar en bruttomarginal om 45,9%. Utsikterna för Creditas är fortsatt positiva och ledningen siktar på en årlig tillväxttakt om minst 25% med bibehållen lönsamhet. I mitten av det fjärde kvartalet börsnoterades det indiska innehavet Blackbuck, där VEF sålde 40% av innehavet och erhöll en bruttolikvid om 2 musd. Efter kvartalets slut har Gringo ingått avtal om att förvärvas av Sem Parar Instituicao de Pagamento Ltda. Det kommer att tillföra VEF cirka 15,2 musd, i linje med värderingen från det tredje kvartalet.

Substansrabatten var 41% vid utgången av året

Sedan slutet av 2015 har substansvärdet per aktie (NAVPS) vuxit med i genomsnitt 13% per år, och uppgick vid utgången av december i år till 3,73 kronor per aktie. Det motsvarar en substansrabatt om 41% baserat på aktiekursen vid årets utgång. Bolagets finansiella ställning, med en kassa på 8,7 musd plus 4,1 musd i likvida placeringar, bedöms vara tillräcklig för att stödja nuvarande portföljbolag under den kommande tolv månadersperioden. Fler exits är att vänta under 2025 för att ytterligare stärka balansräkningen tror Analysguiden. Idag har 90% av bolagen i den aktiva portföljen uppnått break-even utan behov av ytterligare finansiering och för de resterande innehaven har dessa bolag en genomsnittligt vägd kassalikviditet på 27 månader.

Sänker motiverat värde till 2,70 kronor

Inriktningen mot snabbväxande onoterade Fintech-bolag på tillväxtmarknader ger en unik möjlighet att få exponering mot bolag som normalt sett inte är tillgängliga att investera i för småsparare. Den volatila makro- och marknadsutvecklingen, särskilt i Brasilien, tror Analysguiden kan bestå ett tag vilket gör att vi sänker vårt motiverade värde till 2,70 kronor, i nivå med bolagets genomsnittliga substansrabatt. Analysguiden anser dock att aktien fortsatt är köpvärd och har sin plats i en väldiversifierad portfölj.

VEF

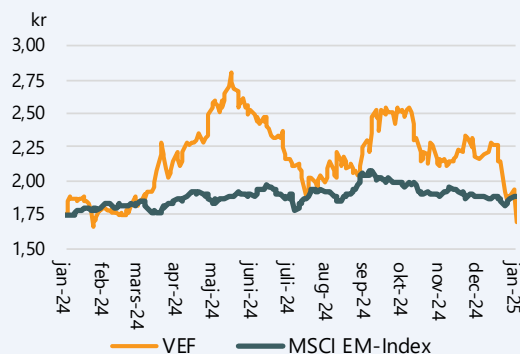
Rapportkommentar

Datum 23 januari 2025
Analytiker Martin Stojilkovic

Basfakta

Bransch Investmentbolag
Styrelseordförande Lars O Grönstedt
Vd Dave Nangle
Listning Nasdaq Stockholm Mid Cap
Ticker VEFAB
Aktiekurs 1,70 kr
Antal aktier, milj. 1 113,9
Börsvärde, mkr 1 893,7
Nettoskuld, mkr 252,7
Företagsvärde (EV), mkr 2 146,4
Motiverat värde 2,70 kr
Nästa rapport 2025-04-16

Kursutveckling senaste året



Källa: Refinitiv

Substansvärde & Nyckeltal, musd

	Q4-2024	Q3-2024
Creditas	142,5	252,0
Juspay	84,0	78,8
Konfio	72,8	72,8
TransferGo	26,6	38,8
Gringo	15,2	17,2
Solfácil	13,7	13,7
Nibo	10,4	10,1
Blackbuck	5,2	0,0
Övriga investeringar	9,1	17,5
Likvidplaceringar	4,1	4,1
Investeringsportfölj	383,7	505,1
Kassa	8,7	9,1
Övriga nettofordringar/skulder	-39,4	-39,2
Substansvärde (NAV)	353,0	475,0
NAV/usd	0,34	0,46
NAV/sek	3,73	4,61
Substansrabatt/-premie	41%	45%

Källa: Bolaget, Analysguiden

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

Investeringsstes

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 13% trots påverkan från pandemin och det rådande makroekonomiska klimatet. Hittills har bolaget gjort 7 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 på sikt bör återgå till sin historiska nivå på omkring 27%.

Trolig börsnotering av Creditas inom två år

Bolagets största innehav, det brasilianska bolaget Creditas, som utgör nästan 40% av investeringsportföljen, planerar för en börsintroduktion inom några år. 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 142,5 musd. En börsnotering av Creditas skulle sannolikt synliggöra ytterligare värde.

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

Operationell uppdatering Q4-24

Marknadsvärde (mUSD)	Q4-22	Q1-23	Q2-23	Q3-23	Q4-23	Q1-24	Q2-24	Q3-24	Q4-24	QoQ %	YoY %	Q4-24 portfölj- andel
 creditas	193,1	198,7	212,9	183,5	188,8	215,5	215,9	252,0	142,5	-43,5%	-24,5%	37,1%
 konfio	40,1	48,9	85,6	79,8	95,3	75,5	75,5	72,8	72,8	0,0%	-23,6%	19,0%
 JUSPAY	47,5	62,8	74,9	66,5	74,1	72,5	70,1	78,8	84,0	6,5%	13,4%	21,9%
 transferGo	16,3	16,2	21,8	30,9	27,0	36,6	36,7	38,8	26,6	-31,5%	-1,6%	6,9%
 GRINGO	12,3	20,6	18,8	17,3	17,3	17,3	17,2	17,2	15,2	-11,3%	-11,8%	4,0%
 selfácil	20,0	20,0	20,0	11,6	15,6	15,4	15,2	13,7	13,7	0,5%	-12,1%	3,6%
 nibo	6,8	9,5	10,2	11,2	12,7	12,1	11,2	10,1	10,4	2,6%	-18,3%	2,7%
 BLACKBUCK	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	5,2	E/T	E/T	1,4%
Likvidplaceringar	55,1	45,7	44,0	36,4	11,6	10,0	4,0	4,1	4,1	1,3%	-64,7%	1,1%
Övriga investeringar	29,5	27,6	28,4	24,9	21,4	15,3	16,9	17,5	9,1	-48,1%	-57,6%	2,4%
Totalt marknadsvärde	420,7	450,0	516,5	462,3	463,9	470,4	462,6	505,1	383,7	-24,0%	-17,3%	108,7%
Likvida medel	8,6	8,5	9,0	6,7	17,7	14,0	11,8	9,1	8,7	-5%	-51%	2%
Övriga nettoskullder	-47,5	-48,1	-46,3	-46,3	-39,4	-36,8	-37,9	-39,2	-39,4	0%	0%	-11%
Substansvärde	381,8	410,4	479,2	422,7	442,2	447,6	436,6	475,0	353,0	-26%	-20%	100%

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, FinanZero, Finja, Mahaana, minu, Revo och Rupeek.

Bolagets nuvarande portfölj består av 15 innehav. Precis som tidigare kvartal under året visade även det fjärde kvartalet på en positiv utvecklingen för innehaven på mikronivå vad gäller omsättnings- och bruttovinsttillväxt. För de kommande tolv månaderna väntar sig bolaget en vägd genomsnittlig tillväxt på 35% för portföljbolagens omsättning och 40% för portföljens bruttovinst. Det är dock en minskning jämfört med förväntningarna efter det tredje kvartalet där motsvarande siffror var 40% för portföljbolagens omsättning och 60% för bruttovinsten.

I det fjärde kvartalet har en kombination av makro- och marknadsmotvindar fått en kraftigt negativ påverkan på substansvärdet. Då nästan en tredjedel av VEFs innehav värderas utifrån en modellbaserad värdering leder det till att kraftiga förändringar i valutakurser och multiplar får stora genomslag på bolagets substansvärde. Brasilien är den klart dominerade marknaden och

nästan hälften av substansvärdet kommer från de brasilianska innehaven. Under det fjärde kvartalet har den brasilianska realen fallit sekventiellt med 12% gentemot usd. Till det ska läggas att jämförbara brasilianska fintechaktier som MercadoLibre, Nu Holdings, XP och Banco Inter, vilka används i bolagets modellbaserade värdering har sett sina aktiekurser falla kraftigt. Som effekt av dessa två faktorer har värderingen för VEFs största innehav Creditas skrivits ned med 43%.

Numera värderas innehavet i TransferGo utifrån en modellbaserad värdering och inte utifrån den senaste transaktionen, vilket har resulterat i en minskning av värderingen med 32%, drivet av valutafaktorer i EUR och andra tillväxtmarknadsväldor. Däremot visade den indiska marknaden på stabilitet, vilket i kombination med fortsatt tillväxt för Juspay ledde till att värdet på innehavet steg med 6,5%.

Investeringsviljan har återkommit inom Fintech

Under året har bolag på de globala marknaderna rest nytt kapital i ett antal uppmärksammade rundor, som Revoluts finansieringsrunda om 500 musd och Stripes finansieringsrunda om 700 musd. Även på VEFs kärnmarknader, Brasilien, Mexiko och Indien, har större finansieringsrundor genomförts under året:



Källa: VEFs rapportpresentation för det tredje kvartalet 2024

Under den senaste tolv månadersperioden har även större kapitalanskaffningar också skett i VEFs portföljbolag:

- **TransferGo** tog in 10 musd från Taiwania Capital i mars 2024, som också blev in som ny ägare.
- Under det tredje kvartalet 2024 genomförde **Gringo** en C-runda på 2 musd.
- Även **Konfio** tog in nytt kapital från befintliga investerare i det tredje kvartalet 2024 i en utökning av föregående års C-runda.
- **Solfácil** har tagit in 11,2 musd i en ytterligare utökad C-runda under oktober 2024.

Förändring i portföljbolagens värderingar i kvartalet

- **Creditas** fortsatte sin tillväxtresa i det tredje kvartalet med en utökad utlåning (17% sekventiellt och 49% på årsbasis) i kombination med en växande bruttomarginal som steg till 45,9%. Intäkterna uppgick till 83 musd med en bruttovinst på 38 musd. Analysguiden räknar med att det fjärde kvartalet för Creditas kommer att visa på en fortsatt fin tillväxt. Dock har VEF skrivit ned värderingen med 43% under det fjärde kvartalet drivet av den

svaga utvecklingen för den brasilianska realen i kombination med en negativ utveckling för jämförbara fintechaktier som MercadoLibre, Nu Holdings, XP och Banco Inter.

- Indiska **Juspay**, som är VEFs näst största innehav, fortsätter att leverera en kraftig intäktstillväxt på över 50% med en bruttomarginal om cirka 90%. Det gör att under kvartalet har värderingen skrivits upp med 6,5% sekventiellt och med 13% på årsbasis.
- Utvecklingen i **Konfio** visar på liknande utfall som för Creditas, där innehavet visar på återupptagen tillväxt med uppnådd lönsamhet. Särskilt tillväxten i kapitallån sticker ut, som har ökat med 50% på årsbasis under de senaste månaderna. Innehavet är även kassaflödespositivt och efter den senaste kapitalrundan i det tredje kvartalet i år har bolaget nu en stark balansräkning vilket ser lovande ut inför 2025. Dock har den negativa makro- och marknadsutvecklingen påverkat värderingen av innehavet, som under året sjönk med nästan 24%, men var oförändrat jämfört med det tredje kvartalet. Anledningen är att innehavet värderas efter den senaste transaktionen.
- När det gäller värderingarna för innehaven i **Solfácil** och **Nibo** visade de på en svag uppgång i det fjärde kvartalet.
- I det fjärde kvartalet sålde VEF 40% i sitt indiska innehav **Blackbuck** i samband med att det börsnoterades på den indiska marknaden. Försäljning ledde till en bruttolikvid på cirka 2 musd och det kvarvarande innehavet har haft en mycket stark kursutveckling fram till årsskiftet med en uppgång på 72% från noteringen, vilket värderar innehavet i Blackbuck till 5,2 musd.
- För det fjärde kvartalet har innehavet i brasilianska **Gringo** värderats enligt kaliberingsmodell i stället för VEFs normala värderingsmodell. Det har att göra med att efter kvartalets utgång har portföljbolaget ingått ett slutgiltigt avtal om att förvärvas av Sem Parar Instituicao de Pagamento Ltda. Transaktionen beräknas bli klar inom några månader och väntas tillföra VEF en nettolikvid på 15,2 musd, vilket motsvarar det investerade beloppet. Transaktionen har skett till en värdering nära den värdering som Gringo hade i det tredje kvartalet och den negativa påverkan på VEFs substansvärde är mindre än 1%.

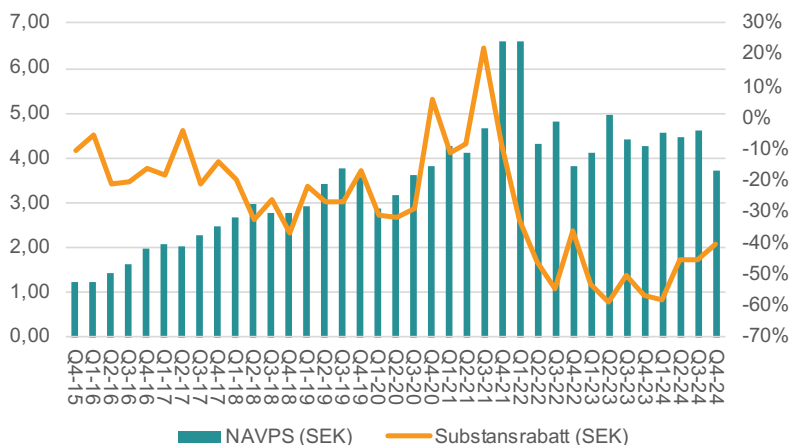
Av bolagets portföljbolag värderas nu cirka 70% enligt bolagets värderingsmodell, som är en mix av omsättnings- och bruttovinstmultiplar, som för de kommande tolv månaderna sträcker sig från 0,6x - 17,3x intäkter och 1,9 - 17,3x bruttovinst inom de olika referensgrupperna.

Substansvärdet uppgick till 3,73 kronor

Sedan slutet av 2015 har substansvärdet per aktie vuxit med i snitt 13% per år, från 1,21 kr vid utgången av Q4 2015 till 3,73 kronor vid utgången av Q4 2024. Historiskt sett har aktiekursen följt utvecklingen av substansvärdet, men en kombination av högre räntor samt makro- och marknadsmotvindar, främst på den brasilianska, men även den mexikanska marknaden, 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. Ledningen har också kommunicerat att vid överlikviditet, från exempelvis kommande exits, så är återköp på

dessa nivåer klart attraktivt. Totalt uppgår återköpsmandatet till max 5% av de utestående stamaktierna och Analysguiden tycker att det är ett klokt beslut givet den höga substansrabatten.

Sedan november 2024 har två exits genomförts, delvis i Blackbuck samt efter kvartalets utgång, även i Gringo. Analysguiden räknar att fler exits kommer att ske under 2025 och att återköp då inleds för att på så sätt motverka den kraftiga substansrabatten.



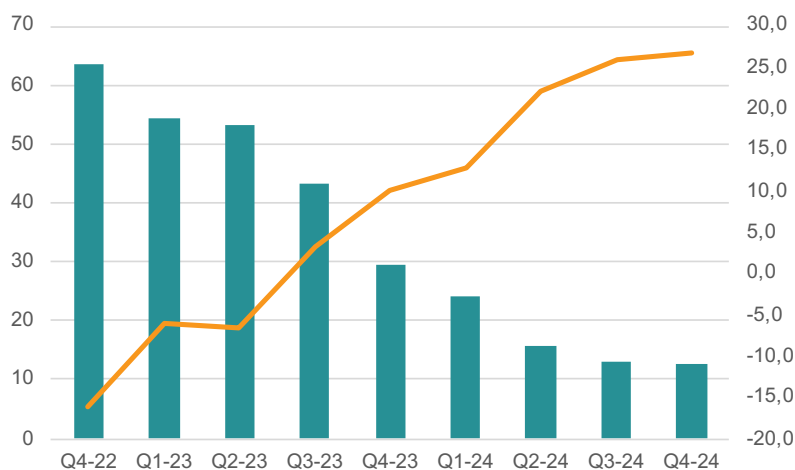
Källa: Bolaget, Analysguiden

Låg skuldsättning och en solid balansräkning

Portföljinnehaven utgör 109% av substansvärdet, varav cirka 1% består av likvida placeringar i penningmarknadsfonder. Till det har bolaget ytterligare cirka 3% i likvida medel. Bolagets övriga nettoskulder uppgår till -11%, vilket gör att nettoskuld-sättningsgraden ligger på runt 7,5%. När väl försäljningen av Gringo slutförs kommer bolaget att tillföras 15,2 musd, vilket gör att nettoskuld-sättningen hamnar runt 3%.

Bolagets bedömning är att den finansiella ställningen vid utgången av det fjärde kvartalet 2024 är god med 12,8 musd i likvida medel inklusive de likvida placeringarna, något som Analysguiden håller med om. När det gäller ytterligare finansiering till innehaven i portföljen har över 90% av innehaven redan uppnått eller har kapacitet att nå break-even utan ytterligare finansiering. För den resterande procenten har dessa bolag en genomsnittligt vägd kassalikviditet på 27 månader.

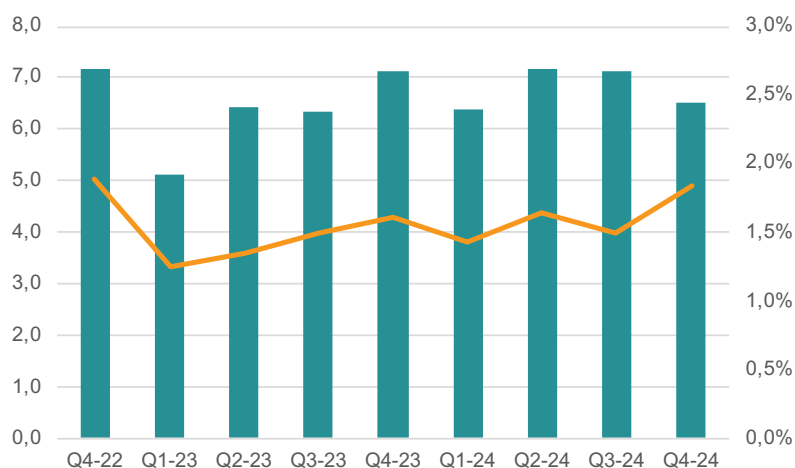
Historiskt sett har bolaget haft en nettokassa på över 10 musd, men efter ett antal investeringar under 2022 i befintliga innehav har bolaget numera en nettoskuld. 2022 emitterades en hållbarhetsobligation på 500 mkr, där summan i sin helhet har allokerats till Konfio, Solfácil, Rupeek och Mahaana. Obligationen refinansierades 2023 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 fjärde kvartalet uppgick till 6,5 (7,1) mUSD på rullande 12 månader. Det motsvarar en förvaltningskostnad om 1,8% (1,6%) 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.

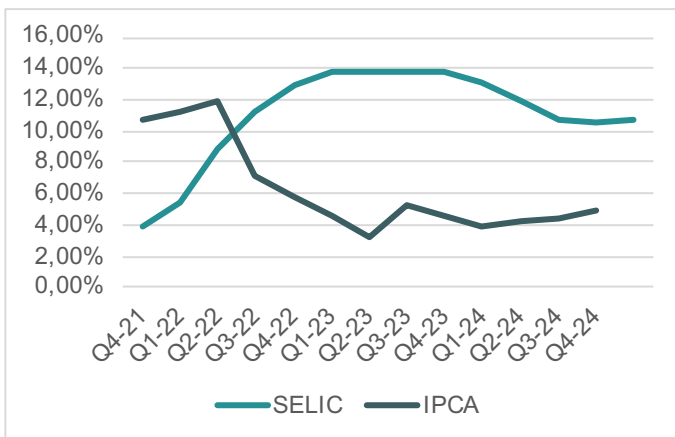
Senaste rapporten från Creditas

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 inom några år.

Operationell uppdatering Q3-2024

Sedan 2017 har bolaget accelererat och vuxit sin omsättning från 23,7 BRL (4,5 musd) till att per Q3 2024 ha en omsättning om 1 972 mBRL (337 musd) på rullande tolv månader. Omsättningen för det tredje kvartalet 2024 ökade med 4,8% sekventiellt och med 6,9% på årsbasis. Låneportföljen växte till 5,8 miljarder BRL (990 musd), upp 2,4% sekventiellt och med 1,5% på årsbasis. Uppgången i omsättningen och låneportföljen förklaras av att gamla lån fasis ut och ersätt med nya lönsammare lån med högre kreditkvalité samt bolagets generella 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 cirka 6000% sedan dess. Det motsvarar en årlig tillväxt på 83%.

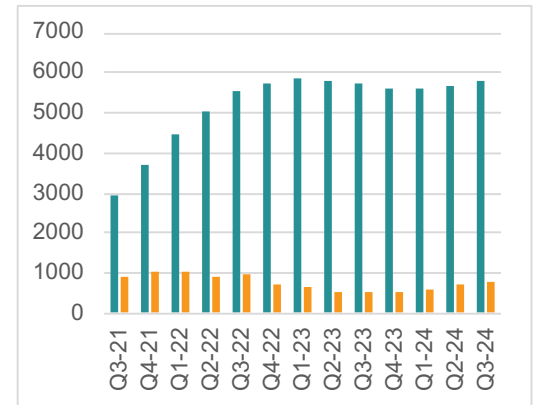
Marknadsutvecklingen på den brasilianska marknaden gick åt rätt håll under de första nio månaderna av 2024, då landets inflation (IPCA) minskade något till cirka 4,4% vid utgången av det tredje kvartalet. Även den brasilianska styrräntan visade på en positiv utveckling och sjönk till 10,75% under samma period. Men utvecklingen i det fjärde kvartalet har gått i fel riktning drivet av en ökad osäkerhet för den brasilianska marknaden. Det gör att inflationen stigit till 4,8% vid utgången av året och styrräntan till 12,25%. Förväntningarna till slutet av 2025 är att inflationen ska sjunka tillbaka till 4,1% och att den brasilianska styrräntan minska något till 12%. Efter utgången av det tredje kvartalet 2024 har den brasilianska valutan, BRL, fortsatt att försvagas mot den amerikanska dollarn och handlas nu i dagsläget runt 6,00.



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

Vänder till lönsam tillväxt

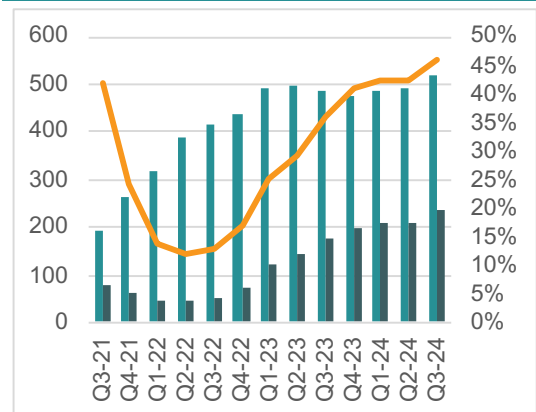
Accelerationen i låneportföljens tillväxt (grön stapel) har mattats av något sedan 2023, drivet av lägre andel nya lån (orange stapel) även om tillväxten börjat att komma tillbaka, Q3-21 – Q3-24.



Källa: Bolaget, Analysguiden

Starkt tillväxt i bruttovinsten

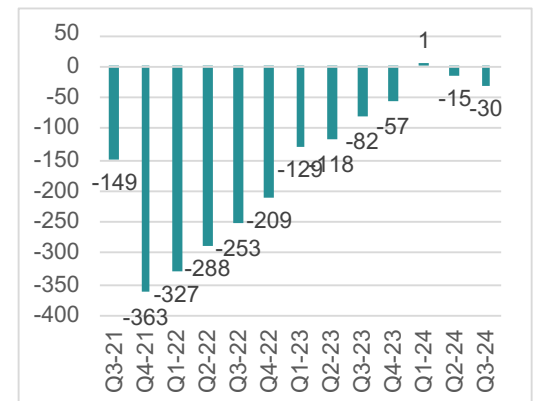
Nettoomsättningen (grön stapel) mattas drivet av lägre tillväxt i låneportföljen. Samtidigt växer bruttovinsten (mörkgrön stapel) och bruttomarginalen (orange linje) drivet effektiviseringar, mBRL och % per Q3-21 – Q3-24.



Källa: Bolaget, Analysguiden

Fokus på att nå ett positivt resultat

Bolaget fokusplan är på att växa med lönsamhet och uppnå ett positivt nettoresultat, mBRL och Q3-21 – Q3-24.



Källa: Bolaget, Analysguiden

Fortsatt 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 substansrabatten cirka 6%.

Bolag	Aktiekurs	Substans- värde per aktie	Rabatt (neg)/ Premie (pos)
	22 januari 2025		
VNV Global	18,81	44,32	-58%
Kinnevik	79,82	132,01	-40%
Creades	77,85	75,00	4%
Flat Capital	17,44	8,00	118%
Medel			6%

Källa: Analysguiden, bolagens senaste kvartalsrapporter.

Om vi skulle värdera VEF utifrån jämförelsegruppen, skulle det innebära en aktiekurs på 3,96 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 2,71 kronor.

I jämförelsegruppen sticker Flat Capital ut genom att bolaget värderas till en premie på nästan 120%. Justerat för Flat Capital är den genomsnittliga substansrabatten 31%, vilket är lite högre än VEFs genomsnittliga substansrabatt.

Analysguiden tycker att VEF är ett intressant bolag för de som vill ha exponering mot spännande och snabbväxande Fintech-bolag på tillväxtmarknader, där många av portföljbolagen har uppnått break-even och har en lönsam tillväxt. En extra trigger är en kommande börsnotering av Creades, som troligen sker inom några år. Givet Konfios och Juspays utveckling, med hög tillväxt till lönsamhet, är det inte främmande att dessa två bolag tar över stafettpippen efter en exit i Creades och på så sätt blir drivande i den fortsatta utvecklingen av substansvärdet.

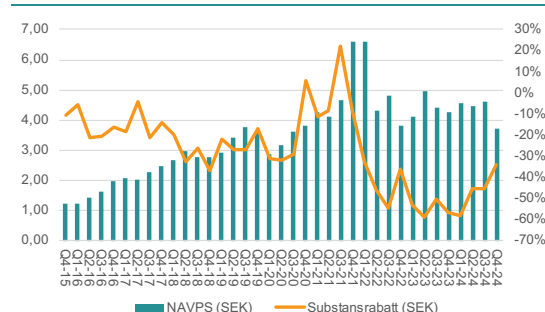
Intresset bör också öka för aktien efter det att bolagsstämman i våras beslutade om ett återköpsmandat om max 5% av de utestående aktierna för att minska substansrabatten. Att VEF nu har påbörjat vad vi tolkar vara början på en exitcykel gör att vi räknar med att bolaget kommer att komma igång med återköpen under 2025.

Dock tror vi att de makro- och marknadsmotvindarna kommer att bestå ett tag, vilket gör att även om de underliggande verksamheterna utvecklas väl, kommer motvindarna att ha en negativ påverkan på utvecklingen av substansvärdet.

Analysguiden justerar därför ned sitt motiverade värde till 2,70 kronor mot tidigare 3,40 kronor.

NAVPS har stigit i snitt 13%

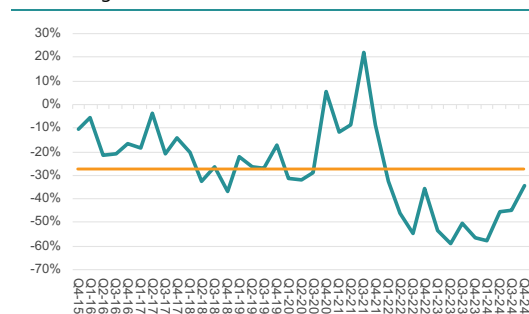
Rapporterat substansvärde per aktie i sek (grön stapel) har utvecklats stabilt uppåt över tid, samtidigt som substansrabatten numera inte följer utvecklingen för substansvärdet, utan har under de senaste 8 kvartalen (orange linje) utvecklats i motsatt riktning, Q4-15 – Q4-24.



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 – Q4-24.



Källa: Bolaget, Analysguiden

Aktien

I samband med avknoppningen noterades bolaget på Nasdaq First North Growth Market och flyttade till Stockholmbörsens 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, %

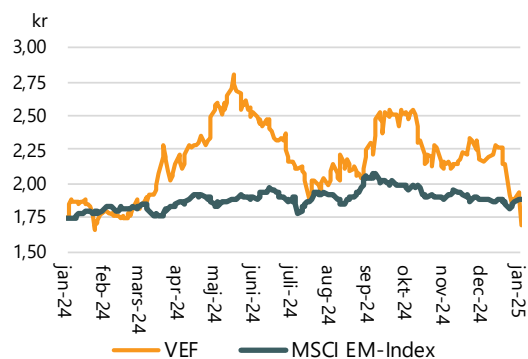
Conifer Management LLC	19,8%
Fidelity Investments (FMR)	9,9%
Swedbank Robur Funds	7,2%
City of London Investment Management	6,2%
Avanza Pension	2,7%
Consilium Investment Management LLC	2,7%
Fidelity International (FIL)	2,4%
Asset Value Investors	2,2%
Robeco	2,0%
Dave Nangle	1,8%
Övriga	43,1%
Totalt	100,0%

Källa: Bolaget, per 2025-01-22

Aktiens utveckling senaste året

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

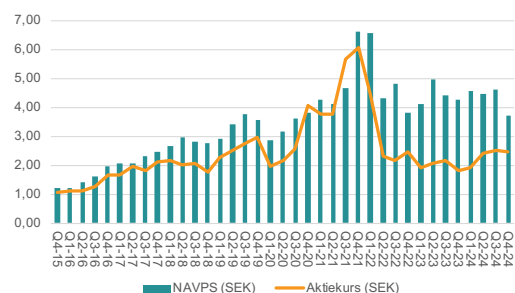
Kursutveckling senaste året



Källa: Analysguiden

Kraftig rabatt mot substansvärdet

Sedan start har aktien i snitt handlats till en rabatt om 27% mot substansvärdet.



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 sju exits gjorts genom åren där de mest framgångsrika har varit i ryska Tinkoff Bank följt av turkiska iyzi. I Tinkoff Bank uppnådde bolaget en avkastning om 6,1x CoC och en IRR om 65%. Motsvarande siffror i iyzi 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.

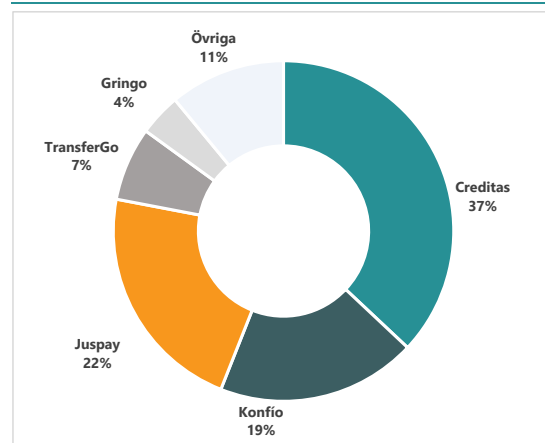
Fokuserade på ett brett spektrum inom Fintech

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 cirka 90% av NAV

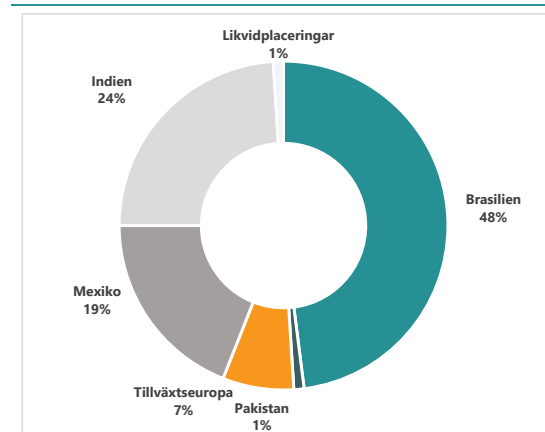
Redovisat marknadsvärde per 2024-12-31.



Källa: Bolaget

Brasilien är den största marknaden

Tre marknaderna står för cirka 90% av alla investeringarna i portföljen där Brasilien är den klart dominerande marknaden, 2024-12-31.



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
Krediter	<ul style="list-style-type: none"> - Konsument - SME - Säkerställda - Ej säkerställda 	
Betalningar	<ul style="list-style-type: none"> - Offline - Online - Mobila - Överföringar 	
Privatekonomi	<ul style="list-style-type: none"> - Digitala banker - Privatekonomiska chefer - Mobila plånböcker 	
Investeringar	<ul style="list-style-type: none"> - Förmögenhetsförvaltning - Robotrådgivare - Digitala mäklare 	
Embedded finance	<ul style="list-style-type: none"> - Redovisning- SaaS - HR och lönehantering - BNPL - Logistiklösningar 	
Insurtech	<ul style="list-style-type: none"> - Digitala jämförelsesajter - Full-stack digitalt 	
WEB3	<ul style="list-style-type: none"> - Kryptovalutor - Blockchain - Digitala tillgångar - NFTs 	

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 grundarna 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 överskuldssättning
- 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 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 40% 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 den amerikanska dollarn då de flesta investeringar görs i den valutan, samtidigt som VEFs substansvärde räknas om till svenska kronor.

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 och värdering av sina innehav.

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