

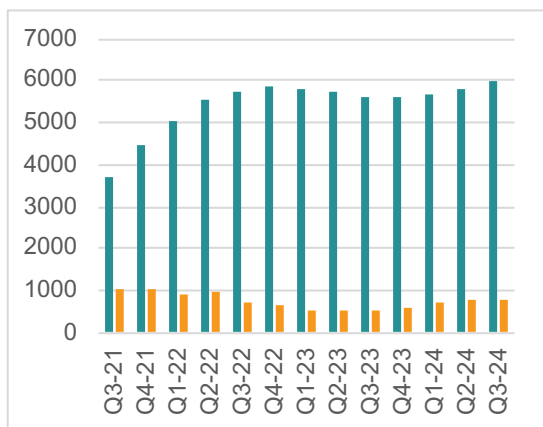
Creditas avslutar året på nya rekordnivåer

Creditas är den ledande digitala plattformen för säkerställda lån i Brasilien och utgör cirka 40% 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 - 2026.

Andelen nya lån steg med cirka 45% på årsbasis

Under det fjärde kvartalet steg andelen nya lån till 802,3 mBRL (136 musd) trots mer utmanande säsongsvariationer. Det är en uppgång med 45,1% på årsbasis. Sekventiellt var det dock en marginell nedgång om -1,6%. För helåret 2024 steg andelen nya lån till 2,9 miljarder BRL (494 musd), en uppgång på 27,5%.



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 Q4-21 - Q4-24.

Låneportföljen uppgick till 6,0 miljarder BRL (1 019 musd) vid utgången av året, en ökning om 6,4% på årsbasis och upp 3,4% sekventiellt.

VEF

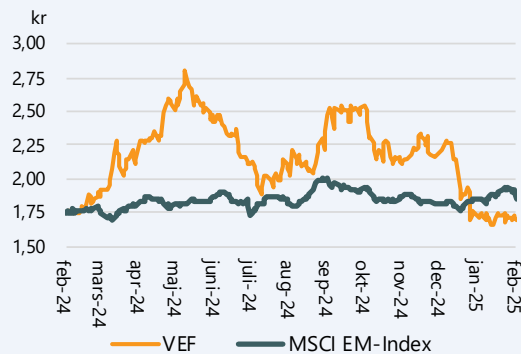
Kommentar Creditas Q4-2024

Datum 3 mars 2025
Analytiker Martin Stojilkovic

Basfakta

Bransch Investmentbolag
Styrelseordförande Lars O Grönstedt
Vd Dave Nangle
Listning Nasdaq Stockholm Mid Cap
Ticker VEFAB
Aktiekurs 1,684 kr
Antal aktier, milj. 1 113,9
Börsvärde, mkr 1 875,8
Nettoskuld, mkr 271,0
Företagsvärde (EV), mkr 2 128,6
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.

Sedan utgången av 2017 (då VEF gjorde sin första investering i Creditas) har låneportföljen vuxit med cirka 6 200%, från 95,1 mBRL (17,8 musd) till 6,0 miljarder BRL (1 019 musd), motsvarande en årlig tillväxt om 79%.

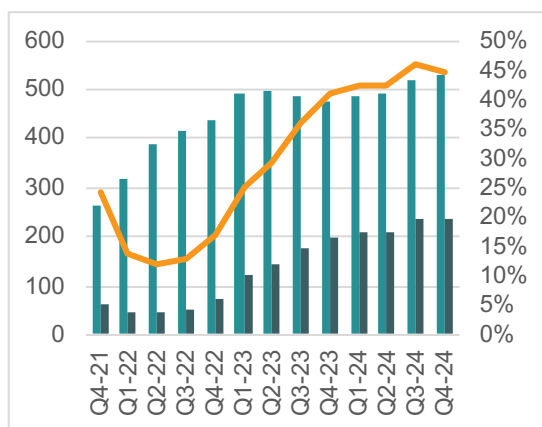
I början av november 2023 noterade Creditas sin första icke säkerställda obligation om 40 musd på Nasdaq Stockholm. Lånet löper på 3 år till en ränta om 13% och ingår i ett låneramverk om totalt 150 musd. Givet bolagets låneram, noterade Creditas en andra icke säkerställd obligation om 60 musd på samma marknadsplats under december 2024. Det andra lånet löper på 3,5 år till en ränta om 10,5%. Den lägre räntenivån tyder på ett ökat förtroende från internationella investerare vad gäller bolagets framtida förmåga och tillväxt.

Kvartalets omsättning återigen över 0,5 miljarder BRL

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. 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 givet bolagets historisk.

Omsättningen för det fjärde kvartalet uppgick till 530,7 (90 musd), vilket är det högsta omsättningen någonsin i ett enskilt kvartal. På årsbasis är det en ökning med 11,7% och sekventiellt 2,6%. Tillväxten skedde främst i bolagets mer mogna affärsenheter, som hem- och billån, där marginalerna också är som högst. Sett till helåret växte omsättningen med 4,1%.

Från 2017 har bolagets omsättning nu vuxit från 23,7 mBRL (4,5 musd) till 2 027,2 mBRL (345 musd), en uppgång med 8 454% vilket motsvarar en årlig tillväxt på 88%.



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 Q4-21 – Q4-24.

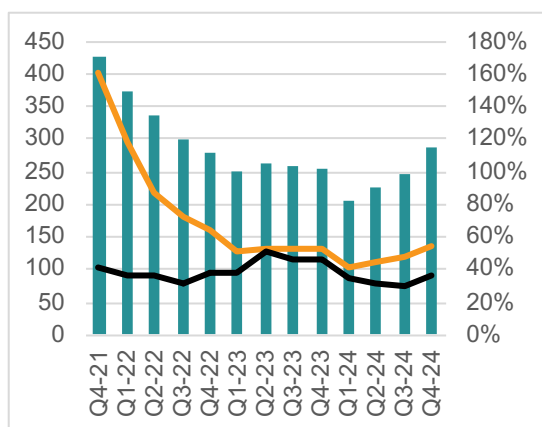
Bruttomarginalen befinner sig i toppen av intervallet

Creditas långsiktiga mål för bruttomarginalen, som sattes för två år sedan, är att det ska befinna sig inom intervallet 40 - 45%. Genom bolagets fokus på lönsammare produkter och en ökad selektivitet runt kreditgivningen har detta lett till en kraftig uppgång i bruttoreultat

och bruttomarginal. För andra kvartalet i rad håller sig bruttomarginalen i toppen av intervallet och uppgick till 44,6% för det fjärde kvartalet med ett bruttoresultat på 237 mBRL (40 musd), i nivå med föregående kvartal. För helåret 2024 steg bruttoresultatet med 39,2% till 889,8 mBRL (151 musd) från 639,0 mBRL (108 musd) och bruttomarginalen för helåret landade på 43,9% (32,8%).

Tillväxt driver ökningen av de operativa kostnaderna

De operativa kostnaderna i bolaget består främst av kundanskaffningskostnader, administrationskostnader samt finansiella intäkter och kostnader. Under det fjärde kvartalet fortsatte de operativa kostnaderna att stiga och växte på årsbasis från 254 mBRL (43,1 musd) till 288 mBRL (48,9 musd). Anledningen till ökningen är bolagets tillväxtfokus, som leder till en ökning av kundanskaffningskostnaderna då IFRS-reglerna kräver att dessa kostnader ska tas direkt medan intjäningen från en ny kund i genomsnitt har en löptid på sju år. Samma sak gäller för avsättningarna för befarade kundförluster. Sammantaget leder det till en framtung kostnadsmassan, men i takt med att bolagets omsättning och marginaler över tid ökar kommer de operativa kostnaderna utgöra en allt mindre del i förhållande till omsättningen.



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 Q4-21 – Q4-24.

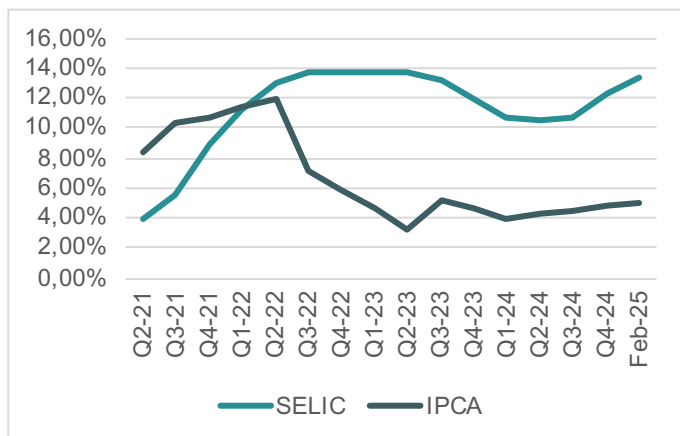
Trenden med ökade operativa kostnader inom intervallet 40 – 50% räknar bolaget kommer att fortsätta då planen är att maximera tillväxtinvesteringarna under den kommande cykeln. Det gör att Analysguiden väntar sig ett svagt negativt nettoresultat men där omsättningen och bruttoresultatet fortsätter att växa varje kvartal.

Marknadsutveckling på den brasilianska marknaden

Marknadsutvecklingen på den brasilianska marknaden har gått åt rätt håll efter en tid med hög inflation. Landets inflation (IPCA) sjönk under första halvan av 2024, men vände upp något under den andra halvan 2024. Enligt den senaste mätningen, i februari 2025, har inflationen nu stigit till 4,96%. Men jämfört med april 2022, då inflationen toppade på 12,13% är inflationen på klart lägre nivåer. Förväntningarna framöver är också att inflationen ska falla till 4,1% vid utgången av 2025.

Den brasilianska styrräntan minskade från toppen på runt 14% till 10,50% vid slutet av juni 2024, men har sedan dess höjts igen för att uppgå till 13,25% vid utgången av januari 2025. Det beror på den ökade osäkerheten om den globala ekonomin i kombination med en starkare dollar. Dessvärre verkar detta inte vara snabbt övergående och styrräntan väntas stiga ytterligare under året för att nå 14% vid årets slut.

Även den brasilianska valutan, BRL, har försvagats under de tre senaste månaderna och handlas för tillfället runt 5,88 brasilianska real för 1 usd.



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

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 2 027,2 mBRL (345,0 musd) vid slutet av 2024, vilket motsvarar en årlig tillväxt på 88%. Under samma period har bruttovinsten haft en årlig tillväxt på 71%. 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)"

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. Men i och med att VEF sitter i styrelsen i dessa tre bolag så har de ändå ett visst inflytande. Men VEFs intressen kan komma att 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. Den största risken är de lokala valutorna brasilianska realen (BRL), mexikanska peson (MXN) och indiska rupien (INR) som portföljbolagen har intäkter i, gentemot dollarn som VEF värderar och rapporterar i, 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