

# Nedskrivning av BlaBlaCar sänker substansvärdet

## Innehavet i BlaBlaCar skrivs ned med cirka 12%

VNVs substansvärdet uppgick vid utgången av september till 574,5 (710,2) musd, motsvarande 4,39 (5,42) usd. Det är en minskning med -4,3% sekventiellt och -19,1% på årsbasis. Nedgången i substansvärdet beror till största del på en nedskrivning av portföljbolaget BlaBlaCar drivet av politisk osäkerhet i Frankrike kring hanteringen av energisparcertifikat. Tidigare har dessa certifikat kunnat säljas och på så sätt stärka resultaträkningen i BlaBlaCar. Men för närvarande är det oklart om detta kommer att återinföras av den nya regeringen i landet. En annan faktor är att bussmarknadsplatsen, som kom via BlaBlaCars förvärv av Obilet, uppnått en sådan storlek att den får en egen värdering. Effekten blir att varje del av BlaBlaCar värderas separat för att fastställa det totala företagsvärdet som då blev lägre. Under kvartalet har Voi slutfört en obligationsemission på 50 meur, vilket är inom ramen om totalt 125 meur. Det är den första publika obligationen i branschen och visar på att Voi framöver kan finansiera framtida investeringar med lån snarare än eget kapital. Godkännandet för försäljningen av Gett har ännu inte erhållits av de israeliska myndigheterna men väntas komma innan utgången av året.

## Substansrabatten uppgår till 53%

Sedan hösten 2012 har substansvärdet per aktie (NAVPS) vuxit med i genomsnitt 8% per år, och uppgick vid utgången av kvartalet till 44,32 kronor per aktie. Det motsvarar en substansrabatt om 53% baserat på aktiekursen per sista september, en minskning med nästan 25% jämfört med utgången av september föregående år. I slutet av kvartalet emitterade bolaget en ny icke säkerställd obligation på initialt 850 mkr, inom ramen om 1 250 mkr, med en löptid på 3 år. Den nya obligationen löper med en ränta om 3m Stibor + 550 baspunkter och kommer att användas till förtidsinlösen av den nuvarande obligation vid slutet av oktober. När väl försäljningen av Gett har slutförts, kan det nya obligationslånet enligt villkoren också inlösas i förtid. För att stärka kassan i det korta perspektivet har VNV efter kvartalet slut också genomfört ett antal exits sina mindre portföljbolag. Total förbättrar det kassan med runt 10 musd i det kommande kvartalet.

## Sänker motiverat värde till 32,40 kr

Inriktningen mot onoterade bolag fokuserade på starka nätverks-effekter med inneboende skalbarhet finner Analysguiden spännande, då det ger en unik möjlighet till att få exponering mot bolag som normalt sett inte är tillgängliga att investera i för småsparare. Bolaget värderas till en hög substansrabatt, men givet triggern med möjlig börsnotering av BlaBlaCar och Voi samt försäljningen av Gett och ny finansiering på plats anser vi att aktien fortsatt är intressant. Dock justerar vi ned motiverat värde till 32,40 kr för att spegla utvecklingen av substansvärdet under året.

## VNV Global

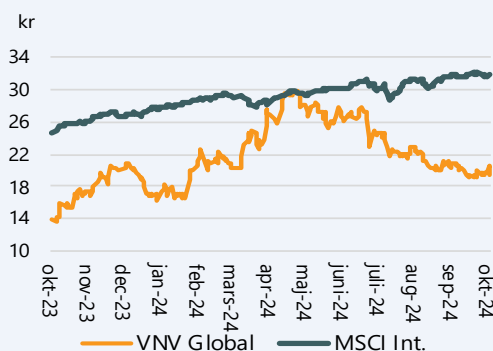
### Initieringsanalys

Datum 30 oktober 2024  
Analytiker Martin Stojilkovic

### Basfakta

Bransch Investmentbolag  
Styrelseordförande Tom Dinkelspiel  
Vd Per Brilioth  
Listning Nasdaq Stockholm Mid Cap  
Ticker VNV  
Aktiekurs 19,50 kr  
Antal aktier, milj. 135,8  
Börsvärde, mkr 2 648,3  
Nettoskuld, mkr 779,5  
Företagsvärde (EV), mkr 3 427,8  
Motiverat värde 32,40 kr  
Nästa rapport 2025-01-30

### Kursutveckling senaste året



Källa: Refinitiv

### Substansvärde & Nyckeltal, musd

	Q3-2024	Q2-2024
BlaBlaCar	229,5	260,4
Gett	83,0	83,0
Voi	80,0	80,0
HousingAnywhere	46,0	45,5
Numan	37,5	37,6
Övriga scoutinvesteringar	21,0	21,2
Övriga investeringar inkl lån	144,8	140,5
Likviditetshantering	8,1	2,0
<b>Investeringsportfölj</b>	<b>649,9</b>	<b>670,3</b>
Kassa	11,9	14,6
Lån	-85,4	-81,2
Övriga nettofordringar/skulder	-2,0	-3,6
<b>Substansvärde (NAV)</b>	<b>574,5</b>	<b>600,1</b>
NAV/usd	4,39	4,58
NAV/sek	44,32	48,61
Substansrabatt/-premie	53%	46%

Källa: Bolaget, Analysguiden

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

## Investeringstes

### Exponering mot spännande private equity-bolag

Private equity är en sektor under kraftig tillväxt. I en artikel från Private Equity Insights<sup>1</sup> väntas AUM (asset under management) nästan dubblas från 9,3 triljoner usd 2021 till 18,3 triljoner usd vid slutet av 2027. Ofta är bolaget inom private equity onoterade, vilket gör det svårt att få möjlighet till att investera direkt i dessa bolag som småsparare. Genom VNV Global ges investerare en unik möjlighet till att få exponering mot spännande och snabbväxande bolag med starka nätverkseffekter fokuserade på sektorer som transport (mobilitets-tjänster), marknadsplatser och digital hälsa.

### Framgångsrik förvaltning över lång tid skapar värde

Bolaget har en tydlig investeringsstrategi, fokuserad på bolag med starka nätverkseffekter och skalbarhet. Från hösten 2012 och fram till början av 2022 hade bolaget en årlig IRR (internal rate of return) om 26% och det totala substansvärdet nådde nästan 1,5 miljarder usd. Hittills ha bolaget haft över 13 exits, där de framgångsrika avyttringarna är Avito, med en IRR på 37% och 34x MoM (Money on Money), Hemnet med en IRR på 50,5% och 8x MoM samt Tinkoff Bank med en IRR på 29% och 8x MoM sticker ut. Det är ett starkt track record som visar på bolagets framgångsrika förvaltningsförmåga.

### Omotiverat hög substansrabatt inför nästa cykel









Under 2022 och 2023, när inflationen steg kraftigt och centralbankerna höjde sina styrräntor, minskade riskaptiten för investeringar i onoterade tillväxtbolag. Detta ledde till att värderingarna för dessa bolag föll kraftigt. Bolagets substansvärde, som historiskt haft en rabatt på cirka 16% jämfört med börskursen, har nu sett denna rabatt öka till runt 50%. Men i takt med stabilisering av det makroekonomiska läget i kombination med sjunkande inflation och styrräntor har riskaptiten börjat återvända. Intresset för tillväxtbolag ökar, särskilt snabbväxande bolag med starka nätverkseffekter, vilket bör leda till att bolagets substansrabatt på lång sikt återgår till sin historiska nivå på omkring 16%.

### Notering av det största innehavet ligger i korten

Bolagets största innehav, det franska företaget BlaBlaCar, utgör cirka 35% av investeringsportföljen och har skjutit upp sina tidigare planer på en börsnotering. Men Analysguiden förutspår att detta ändå kan ske om några år. Bolaget har ökat sin omsättning från 130 meur 2019 till 253 meur vid utgången av 2023, vilket motsvarar en årlig tillväxt på 18%. Förutom det har även bolaget blivit lönsamt, inte bara på ebitda-nivå, utan uppnådde ett positivt nettoresultat vid utgången av föregående år. Innehavet i BlaBlaCar värderas idag till 230 musd, och VNVs ägarandel uppgår till 14% efter att ha investerat totalt 204 musd. I väntan på en bättre IPO-marknad säkrade BlaBlaCar i april i år 100 meur i en kreditfacilitet för att kunna fortsätta sin tillväxtresa inklusive förvärv på snabbväxande marknader som Brasilien, Mexiko och Indien.

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

## Operationell uppdatering Q3-24

Marknadsvärde (mUSD)	Q3-22	Q4-22	Q1-23	Q2-23	Q3-23	Q4-23	Q1-24	Q2-24	Q3-24	QoQ %	YoY %	Q3-24 portfölj- andel
 BlaBlaCar	102,6	141,9	206,3	276,4	283,2	277,6	303,0	260,4	229,5	-11,9%	-19,0%	35,3%
 Gett	89,9	126,3	130,7	107,4	92,5	96,3	93,3	83,0	83,0	0,0%	-10,2%	12,8%
 voi.	140,4	83,7	97,9	90,4	85,3	77,3	80,0	80,0	80,0	0,0%	-6,2%	12,3%
 Housing Anywhere	39,5	39,9	48,6	51,2	50,6	52,8	52,6	45,5	46,0	1,0%	-9,2%	7,1%
 numan	32,6	31,4	33,8	35,6	32,4	32,4	35,5	37,6	37,5	-0,3%	15,8%	5,8%
 Breadfast	22,1	16,7	23,1	23,1	23,1	23,1	24,0	23,1	23,1	0,0%	0,2%	3,6%
 bokadirekt.se	15,6	15,8	18,5	18,4	22,9	19,0	18,0	16,9	18,2	7,7%	-20,2%	2,8%
 WA SO KO	15,1	21,1	19,7	19,1	13,4	10,9	13,9	14,2	12,6	-11,1%	-5,9%	1,9%
<b>Övriga scoutinvesteringar</b>	21,5	21,0	22,1	22,1	21,3	21,0	21,4	21,2	21,0	-0,8%	-1,3%	3,2%
<b>Likvida placeringar</b>	6,7	7,7	5,6	5,4	2,8	3,0	2,0	2,0	8,1	301,8%	187,3%	1,2%
<b>Övriga investeringar</b>	265,5	206,5	196,4	180,7	186,5	167,0	91,1	86,3	90,8	N/A	N/A	14,0%
<b>Totalt marknadsvärde</b>	<b>751,5</b>	<b>712,0</b>	<b>802,6</b>	<b>829,6</b>	<b>814,0</b>	<b>780,3</b>	<b>734,8</b>	<b>670,2</b>	<b>649,9</b>	<b>-3,0%</b>	<b>-20,2%</b>	<b>113,1%</b>
<b>Likvida medel</b>	90,1	66,1	61,4	58,3	50,3	42,5	45,9	14,6	11,9	-18%	-76%	2,1%
<b>Lån</b>	-150,5	-164,3	-165,2	-159,0	-145,0	-152,1	-109,9	-81,2	-85,4	5%	-41%	-14,9%
<b>Övriga nettoskulder</b>	-0,5	-0,3	-1,4	-3,6	-9,1	-4,4	-4,1	-3,6	-2,0	-45%	-78%	-0,3%
<b>Substansvärde</b>	<b>690,6</b>	<b>613,4</b>	<b>697,4</b>	<b>725,4</b>	<b>710,2</b>	<b>666,3</b>	<b>666,7</b>	<b>600,0</b>	<b>574,5</b>	<b>-4%</b>	<b>-19%</b>	<b>100%</b>

Källa: Bolaget, Analysguiden.

Bolagets nuvarande portfölj består av runt 30 innehav plus exponering mot ytterligare trettiotalet investeringar via sex VC-fonder och sex aktiva scoutinvesteringar med runt 20 underliggande innehav.

Värderingarna av portföljbolagen har påverkats negativt, likt föregående kvartal, av att de noterade jämförelsebolagen, som VNV använder i sina värderingsmodeller, handlats ned i kvartalet. Det har lett till lägre intäktsmultiplar.

Det syns tydligast i **BlaBlaCar**, där värdet har skrivits ned med cirka 12% drivet av främst osäkerheten kring försäljning av energisparcertifikat och att bussmarknadsplatsen i Obilet värderas som en egen enhet. För bolagets övriga två stora portföljbolag, Voi och Gett, är värderingen oförändrad jämfört med föregående kvartal.

Under de senaste tolv månaderna har det skett en större kapitalanskaffning där VNV deltog och det var när **Voi** i mars tog in 30 musd. I den rundan investerade VNV ytterligare 5 musd och passade även på att konvertera den befintliga konvertibeln om 18,7 musd till fler aktier i Voi. I det tredje kvartalet har Voi emitterat ett obligationslån om 50 musd till en räntemarginal på 6,75% över EURIBOR. Det är den första publika obligationen i branschen och visar på att Voi framöver kan finansiera framtida investeringar med lån snarare än eget kapital. **HungryPanda**, som ingår i Övriga investeringar, har genomfört en ny finansieringsrunda. Värderingen i den rundan var högre än vad VNV hade värderat innehavet till i sina böcker, vilket gjorde att värdet på HungryPanda skrevs upp med nästan 40% eller cirka 3 musd.

Tidigare under året, i februari, ingick VNV avtal med Verdane om avyttring av innehaven i **Booksy**, **Tise**, **JamesEdition** och **Carla** om totalt 58 musd, varav 52 musd erlades vid tillträde. Några månader senare, i maj, ingicks avtal om avyttring av **Gett** till Pango Pay för 83 musd, där 70 musd erhålls vid tillträde och resterande sätts in på ett escrow-konto och betalas ut med en tredjedel per år under en treårsperiod. Där väntas ännu ett myndighetsgodkännande innan affären kan slutföras. Under kvartalet har inga avyttringar eller investeringar skett av VNV. Men efter det tredje kvartalet utgång har VNV genomfört ett antal exits i sina mindre portföljbolag och på så sätt stärkt kassa med runt 10 musd.

## Utvecklingen i de större bolagen i portföljen

**BlaBlaCar** – Bolaget avslutade 2023 med intäkter om 253 meur och en positivt ebitda. Överlag går verksamheten under innevarande år bra. Dock kan det skönjas en lite svagare efterfrågan i Europa medan tillväxtmarknaderna går fortsatt starkt.

I det andra kvartalet ingick BlaBlaCar avtal om att förvärva turkiska Obilet, den ledande bussmarknadsplatsen i landet. Transaktionen slutfördes efter godkännande från de turkiska myndigheterna under det tredje kvartalet och kommer att bidra positivt till bolagets ebitda samt tillföra en ny intäktström på en ny marknad. Vidare har under kvartalet också BlaBlaCars tåg tjänst lanserats i Spanien, som även om det är tidigt, visar på ett bra mottagande. På produktutvecklingsidan har bolaget lanserat produkten Zen-tjänst, som är en dörr-till-dörr samåkningsservice för korta till medellånga avstånd. Hittills har responsen på den nya tjänsten varit positiv.

För att främja den gröna omställningen har den franska regeringen etablerat ett regelverk kring energisparcertifikat. Detta hållbarhetsincitament innebär att om en förare kan visa på att det är fler än en person i bilen, man denne ansöka om ersättning genom att fylla i ett intyg. Detta intyg (energisparscertifikat) har sedan kunnat säljas, där BlaBlaCar fått en del av förtjänsten. I och med den nya regeringen i Frankrike samt att budgeten inte är antagen för nästa år, har detta system pausats. En effekt som minskar BlaBlaCars intäktströmmar

med upp till 10%. Osäkerhet kring framtida intäcksströmmar från försäljning av certifikat har lett till att VNV valt att justera värderingen av portföljbolaget. Förväntan är dock att handeln med energisparcertifikaten ska återupptas under nästa år och att denna företeelse är något som fler länder i EU troligen kommer att implementera, där Spanien verkar vara närmast på tur.

**Gett** – Det slutliga godkännandet från de israeliska konkurrensmyndigheterna har ännu inte kommit men väntas erhållas under detta år. När väl så ser och affären kan stängas, kommer VNV att tillföras 70 musd. Resterande 13 musd hålls på ett escrow-konto och utbetalas med tredjedel under en treårsperiod.

**Voi** – De organisationsförändringar som gjordes i februari i år har lett till att kostnadsstrukturen för bolaget är nästan 50% lägre än vid mitten av 2022 samtidigt som innevarande år väntas bli ett rekordår vad gäller antal resor, intäkter och lönsamhet. Vid utgången av det tredje kvartalet har Voi under året genererat 13,5 musd i justerad ebitda och väntas nå ebit-lönsamhet under sitt första hela år 2025.

Bolaget vann nyligen ett fyraårigt kontrakt i Le Havre (Frankrike) där Voi kommer att vara en exklusiv operatör av elscootrar och elcyklar i staden med start i januari 2025. Därmed tar Voi över från Lime, som tidigare fanns i Le Havre.

**Numan** – Bolaget fortsätter att prestera bra och växer med över 100% i år samtidigt som det är ebitda-lönsamt.

**Wasako** – Bolaget meddelade att samgåendet med egyptiska B2B e-handelsplattformen MaxAB blev klart under augusti, vilket gör att det sammanslagna bolaget nu har över 450 000 kunder i Kenya, Tanzania, Rwanda, Egypten och Marocko.

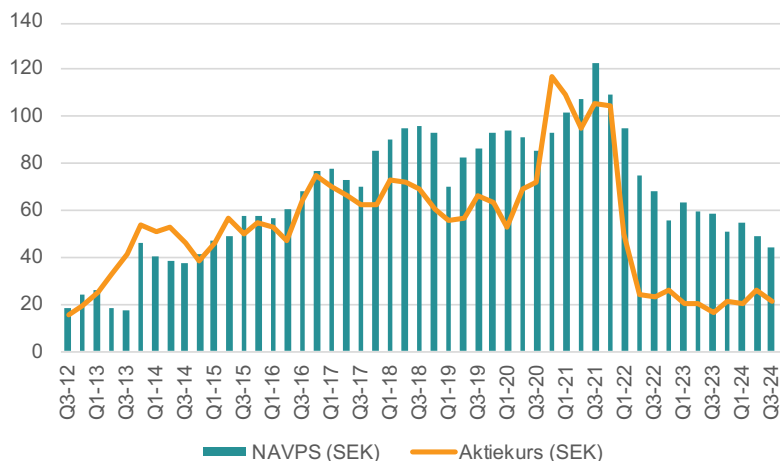
I övrigt kan nämnas investeringarna i **NoTraffic** och **Flo** via innehavet i Palta. Det förstnämnda bolaget bygger en ledande IoT-plattform som kopplar ihop vägtrafikanter med stadsinfrastruktur för att lösa dagens trafikproblem. Nyligen stängde de en ny finansieringsrunda och har potential till att bli nästa generations Avito enligt VNV. Under den senaste tiden har NoTraffic ingått flera samarbeten med bolag i USA, där bland annat deras lösning har godkänts i Texas. Flo, som är världens största app för att följa sin menstruationscykel, stängde nyligen en finansieringsrunda med General Atlantic till en värdering om 1 miljard usd. Då Flo ägs till 35% av Palta, en portfölj av hälsoinriktade företag, som VNV investerat i syns investering inte direkt. Däremot visar det på vad för typ av potential det finns i Paltas portfölj. Andra bolag som **Alva Labs**, **Collectiv Food**, **YUV** och **Breadfast** har alla potential att bli framtida vinnare enligt VNV.

## Substansvärdet uppgick till 44,32 kronor

Sedan hösten 2012 har substansvärdet per aktie vuxit med i snitt 8% per år, från 17,98 kr vid utgången av det tredje kvartalet 2012 till 44,32 kronor vid utgången av det tredje kvartalet 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. Ledningen har också kommunicerat att vid överlikviditet, från exempelvis kommande exits, så är återköp på dessa nivåer klart attraktivt. Totalt uppgår återköpsmandatet till max 10% av de utestående stamaktierna och Analysguiden tycker att återköp är ett klokt beslut i detta fall, givet den höga substansrabatten.



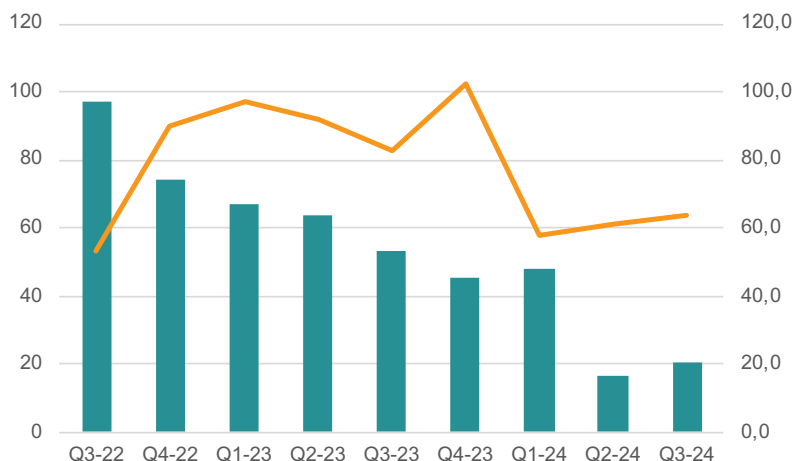
Källa: Bolaget, Analysguiden

### Låg skuldsättning och en solid balansräkning

Portfölj innehaven utgör 113% av substansvärdet, varav 1,2% består av likvida placeringar i penningmarknadsfonder. Till det har bolaget ytterligare nästan 2,1% i likvida medel. Bolagets övriga nettoskulder uppgår till -15,2%, vilket gör att nettoskuldssättningsgraden ligger på cirka 11%.

Bolagets bedömning är att den finansiella ställningen vid utgången av det tredje kvartalet är god med 20 musd i likvida medel inklusive de likvida placeringarna. Under kvartalet har VNV emitterat ett nytt obligationslån om 850 mkr, vilket kommer att användas för att under det fjärde kvartalet i år förtidslösa det obligationslån som förfaller i början av nästa år. Efter kvartalets utgång har VNV stärkt kassan ytterligare med 10 musd genom ett antal exits i mindre innehav.

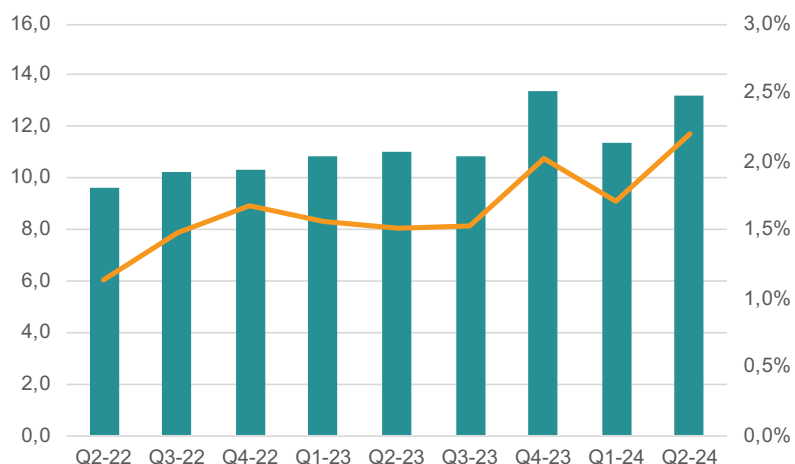
När väl godkännandet av Gett-affären erhålls från de israeliska myndigheter kommer VNV att ha en rejäl nettokassa, som kan användas till återköp av aktier och nya investeringar.



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

### Förvaltningskostnaderna håller sig inom intervallet

Bolagets rörelsekostnader under det tredje kvartalet uppgick till 10,6 (10,9) musd på rullande 12 månader. Det motsvarar en förvaltningskostnad om 1,8% (1,5%) av substansvärdet, vilket är i nivå med det historiska intervallet.



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

Vi räknar med att rörelsekostnaderna framöver kommer att kunna 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.



## Låg värdering i dagsläget

Sedan hösten 2012 har bolagets substanspremie/-rabatt pendlat mellan 139% i premie till 72% i rabatt, med en genomsnittlig substansrabatt om 16%.

Jämför vi med hur andra svenska investmentbolag med liknande inriktning värderas på den svenska börsen är den genomsnittliga substanspremien cirka 0%.

Bolag	Aktiekurs 29 oktober 2024	Substans- värde per aktie	Rabatt (neg)/ Premie (pos)
VEF	2,50	4,61	-46%
Kinnevik	78,00	132,00	-41%
Creades	73,60	74,00	-1%
Flat Capital	14,92	8,00	87%
<b>Medel</b>			<b>0%</b>

Källa: Analysguiden, bolagens senaste kvartalsrapporter.

Om vi skulle värdera VNV utifrån jämförelsegruppen, skulle det innebära en aktiekurs på 44,32 kronor. Men med tanke på att bolaget fokuserar på investeringar i private equity-bolag, som ännu inte alltid har uppnått lönsamhet är det mer konservativt att applicera en viss rabatt baserat på det. Applicerar vi i stället bolagets genomsnittliga substansrabatt ger det ett motiverat värde om 37,28 kronor.

I jämförelsegruppen sticker Flat Capital ut genom att det bolaget värderas till en premie om nästan 90%. Justerat för Flat Capital är den genomsnittliga substansrabatten 29%, vilket är klart högre än VNVs genomsnittliga substansrabatt på 16%.

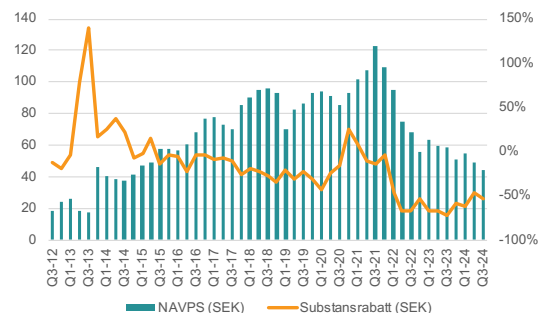
Analysguiden tycker att VNV är ett intressant case för de som vill ha exponering mot snabbväxande private equity-bolag fokuserat på innehav i företag med starka nätverkseffekter och hög skalbarhet. En extra krydda är en framtida börsnotering av BlaBlaCar och Voi, som sannolikt skulle synliggöra ytterligare värde. Bland VNVs portföljbolag finns fler andra spännande innehav, särskilt Breakfast, Numan och HousingAnywhere, men också mindre innehav som Flo, NoTraffic, Wasoko, HungryPanda och Bokadirekt, som kan komma att utvecklas till att bli framtida vinnare.

Dock sålde VNV innehavet i Gett till en rabatt om 11% samt att den större nedvärderingen av BlaBlaCar talar för att en extra riskpremie bör adderas till bolagets genomsnittliga substansrabatt. En mer rimlig värdering blir då en substansrabatt runt 25%. Det gör att vi justerar ned vårt motiverade värde till 32,40 (40,40) kronor.

**Analysguiden sänker sitt motiverade värde till 32,40 kronor.**

## NAVPS har stigit i snitt 8%

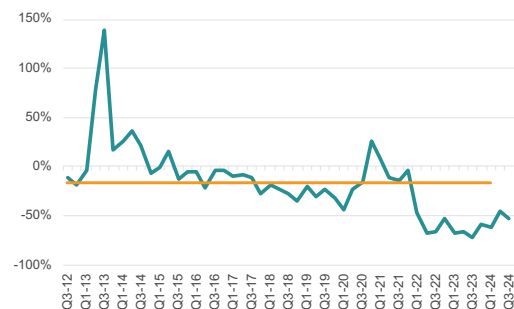
Rapporterat substansvärde per aktie i sek (grön stapel) har utvecklats stabilt uppåt över tid, men har fallit tillbaka sedan 2022 i takt med att räntorna började stiga. Det har också gjort att substansrabatten (orange linje) ökat markant sedan dess, Q3-12 – Q3-24



Källa: Bolaget, Analysguiden

## Substansrabatten är fortsatt hög

Substansrabatten har i snitt sedan hösten 2012 legat runt 16%, men från slutet av 2022 har substansrabatten mer än dubblats. Q3-12 – Q3-24.



Källa: Bolaget, Analysguiden



## Aktien

VNV Globals har varit börsnoterad sedan 1997, först på SBI-listan, för att 2007 flytta över till Stockholmbörsens Mid Cap-lista. Bolagets aktie är noterad under tickern VNV och totalt antal aktier uppgår till 135,8 miljoner aktier, där stamaktier utgör den absoluta merparten. På årets bolagsstämma klubbades ett nytt återköpsprogram igenom om max 10% av det utestående stamaktierna. När väl likviden från Gett-försäljningen erhållits skissar Analysguiden med att återköpen av bolagets aktie startar efter som VNV då kommer att ha en stor nettokassa.

Det finns även konvertibla C-aktier, som är en del av bolagets långsiktiga incitamentsprogram för de anställda. I dagsläget är det fyra aktiva incitamentsprogram, 2022 C, 2023 C, 2023 D och 2024 C, om totalt runt 4,8 miljoner aktier som konverterar till stamaktier vid utgången av respektive program om bolaget uppnår de prestationsmål som är kopplade till programmen.

## Ägare

Antalet aktieägare uppgår till cirka 39 500, där den största kategorien utgörs av privatpersoner. Men när det gäller ägarandelar dominerar den klassen av institutionella investerare. Störst ägare i bolaget är Acacia Partners och Öhman (familjen Dinkelspiel) som äger nästan en femtedel vardera av VNV Global.

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 cirka 5% av bolagets aktier inklusive incitamentsaktierna som ännu inte är in-the-money. Positivt är också att det inom styrelsen finns det ett större ägande.

### Största aktieägarna, %

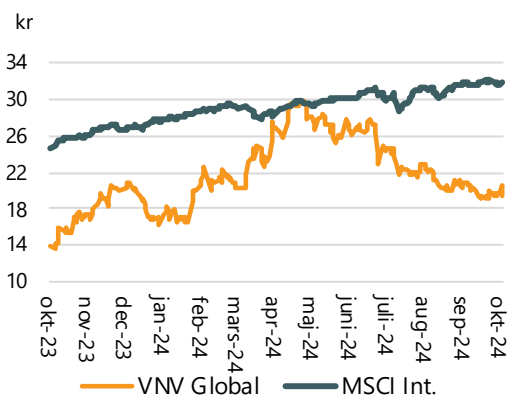
Acacia Partners	19,9%
E. Öhman J:or Aktiebolag	17,7%
Lorito SPV Floreal S.à.r.l.	4,1%
Avanza Pension	3,4%
Baillie Gifford & Co	3,0%
Quartile Fonder	2,1%
Nordnet Pensionsförsäkring	1,6%
Per Brilioth	1,5%
Handelsbanken Fonder	1,4%
Kavaljer Fonder	1,0%
Övriga	44,3%
<b>Totalt</b>	<b>100,0%</b>

Källa: Bolaget, per 2024-09-30

## Aktiens utveckling senaste året

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

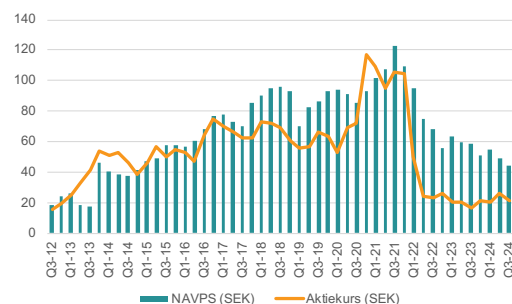
### Kursutveckling senaste året



Källa: Analysguiden

## Kraftig rabatt mot substansvärdet

Sedan start har aktien i snitt handlats till en rabatt om 15% mot substansvärdet, men i dagsläget är substansrabatten mer än dubbelt så hög, Q3-12 – Q3-24



Källa: Bolaget, Analysguiden

## Om VNV Global

VNV Global grundades 2007 i samband med rekonstruktionen av Vostok Gas-koncernen, vars tillgångar bestod av aktier och aktierelaterade instrument i det ryska bolaget Gazprom. 2015 bildades ett nytt bolag, VEF, för Fintech-investeringar på tillväxtmarknader, vilket knoppades av till VNVs aktieägare och noterades på Nasdaq First North Growth Market.

Efter avknoppningen fanns det endast 11 innehav portföljen, men numera består investeringsportföljen runt 30 olika bolag plus exponering mot ytterligare cirka 30 investeringar via sex VC-fonder och sex aktiva scoutinvesteringar om cirka 20 underliggande innehav.

Totalt har över 13 exits gjorts genom åren där de mest framgångsrika har varit i ryska Tinkoff Bank (29% IRR och 8x MoM), ryska Avito (37% IRR och 34x MoM), svenska Hemnet (50,5% IRR och 8x MoM), tyska Quandoo (126% IRR och 1,8x MoM) samt pakistanska Zameen.com (81% IRR och 2,1x MoM).

Över tid har bolagets fokus skiftat till att numera investera i onoterade bolaget över hela världen med stor värdeökningspotential drivet av starka nätverkseffekter. Med nätverkseffekter avses bolag vars affärsmodeller innebär att produkten blir bättre för varje användare som ansluter, något som i sin tur bygger höga inträdesbarriärer gentemot konkurrenter i takt med att de växer. Majoriteten av bolagets investeringar har gjorts i Europa och i länder inom Mena-området.

### En fundamental och hållbarhetsfokuserad process

Bolagets investeringsprocess bygger på fundamental analys samt att hållbara investeringar är nödvändiga för att skapa värde för aktieägare men också för att göra portföljbolagen mer attraktiva, eftertraktade och konkurrenskraftiga. VNVs process strävar efter att investera i de bolag vars entreprenörer inser behovet av att arbeta och utveckla utifrån hållbara metoder.

Bolagets investeringsprocess vid val av bolag vilar på fyra kriterier:

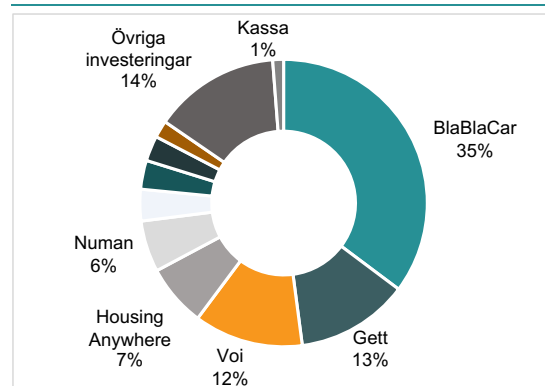
- Nätverkseffekter med potential till att växa intäkter till 1 miljard usd
- Verksamma på en stor marknad
- Starka grundare och team
- Hållbar affärsmodell

Inför en utvärdering av en potentiell investering granskar investeringsteamet det aktuella bolaget utifrån dessa kriterier och betygsätter varje aspekt. Som standard exkluderas branscher som anges på bolagets interna undantagslista, exempelvis bolag inriktade mot fossila bränslen, militära kontrakt, tobak, alkohol, skogsavverkning, barnarbete, farliga kemikalier med mera.

Som en del av den hållbarhets due diligence som bolaget genomför, fokuseras bland annat på mångfald i teamet, den digitala tjänstens påverkan på människor och planeten, samt en analys av exponeringen för hållbarhetsrisker och hur väl dessa risker identifieras och hanteras. Betydande hållbarhetsrisker flaggas till bolagets chefsjurist.

### 5 innehav står för över 70% av NAV

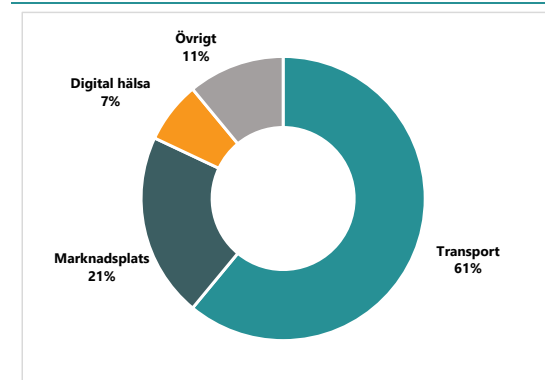
Baserat på estimerat marknadsvärde per 2024-09-30. Under det andra kvartalet ingicks avtal om en försäljning av Gett, som fortsatt väntar på israeliska myndigheters godkännande.



Källa: Bolaget

### Transport är den största kategorin

Investeringar i portföljbolag inriktade mot kategorierna transport utgör runt 60% av bolagets investeringsportfölj där investeringen i BlaBlaCar är den största, 2024-09-30



Källa: Bolaget

När en investering väl görs, agerar bolaget som aktiva ägare i portföljbolaget, ofta genom styrelserepresentation. På så sätt följer och övervakar VNV att portföljbolagets ledning följer de hållbarhets-kriterier som VNV har satt upp. Bolagets strukturerade investerings-process har lett till att fokus ligger på investeringar inom tre huvudområden:

- **Transport** – Genom investeringar i innovativa mobilitetsföretag förändras grunden och sättet för hur vi människor förflyttar oss från A till B, men även från städer till städer och i vissa fall också över landsgränser. I många fall sker detta på ett elektrifierat sätt, vilket i sin tur minimerar koldioxidavtrycket.
- **Marknadsplatser** – Digitala marknadsplatser är byggstenar i en cirkulär ekonomi och ett sätt att återanvända och sälja handelsvaror, vilket skapar flera liv för varje produkt. På det sättet strävar dessa plattformar efter en konsumtion som förlänger livscykeln för otaliga produkter, allt ifrån second hand-kläder och begagnade bildelar till matdelning och återvunnen plast.
- **Digital hälsa** – Genom globala och digitala hälsoplattformar görs sjukvården mer tillgänglig och prisvärd. Dessa plattformar innebär även en stegvis förändring av patient- och användar-upplevelsorna samtidigt som tillgången till hälso- och sjukvård utökas till en bredare befolkning.

## Risker

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

### Portföljbolagens behov av nytt kapital

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

### Värderingsrisker

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

### Beroende av ett mindre antal portföljbolag

Även om bolaget har cirka 30 innehav i sin investeringsportfölj är det tre bolag som står för över 60% av det bedömda marknadsvärdet. BlaBlaCar, som är det enskilt största innehavet utgör runt 35% av det bedömda marknadsvärdet. Efter försäljningen av Gett, kommer portföljen bli ännu mer koncentrerad till innehavet i BlaBlaCar, vilket ökar beroendet. Samtidigt har VNV en ägarandel i sitt största bolag som ligger under 15%. Förmågan att utöva avgörande inflytande trots styrelsrepresentation kan vara begränsad då VNVs intressen kan stå i konflikt med andra ägares intressen, vilket skulle kunna ha en negativ påverkan på värdetillväxt, utdelning, kassaflöden och andra inkomster från det relevanta portföljbolaget.

### Valutarisker

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

### Marknadsrisker

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

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

### **Politiska risker**

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

### **Bolagsstyrningsrisker**

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

### **Beroende av nyckelpersoner**

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

## Disclaimer

Aktiespararna, [www.aktiespararna.se](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