

# Valutamotvind påverkade substansvärdet i kvartalet

## Osäkerheten kring Gett-affären har ökat

VNVs investeringsportfölj uppgick vid utgången av det första kvartalet till 638,9 (643,9) musd, motsvarande en nedgång på mindre än -1% sekventiellt. Anledningen till nedgången beror främst på en lägre värdering av det största innehavet BlaBlaCar, som skrevs ned ytterligare något under kvartalet då man nu inte räknar med några intäkter från hanteringen av energisparcertifikaten i Frankrike. Försäljningen av Gett, som var tänkt att ha slutförts under det första kvartalet, har försenats. Den israeliska konkurrensmyndigheten har tagit upp ett antal farhågor, vilket gör att osäkerheten nu ökat om affären verkligen blir av. I februari släppte Voi sin helårsrapport för 2024. Nettoomsättningen steg med 13% till 132,8 meur drivet av en högre omsättning per fordon samtidigt som fordonsflottan växte. Fordonsvinsten, motsvarande bruttovinst, steg med cirka 30% till 75,7 meur med en marginal på 57%. För årets sista kvartal uppnådde Voi även ett positivt justerat rörelseresultat.

## Substansrabatt på 59% vid utgången av kvartalet

Substansvärdet var 566,8 (581,4) musd vid utgången av kvartalet, motsvarande 4,33 (4,44) usd per aktie. Nedgången i substansvärdet sekventiellt var -2,5%, drivet av omvärderingar samt en högre nettoskuld då bolaget rapporterar i amerikanska dollar men har lån i svenska kronor. Däremot, omräknat till svenska kronor, ledde den senaste tidens kronförstärkning gentemot den amerikanska dollarn till att substansvärdet i sek föll med -11% till 43,36 kronor per aktie, vilket gör att substansrabatten uppgick till 59%.

Under 2024 emitterades en ny icke säkerställd obligation på 850 mkr, som användes för att förtidslösa den obligation som förföll i januari 2025. Under det föregående kvartalet genomfördes även ett antal exits i de mindre portföljbolagen och kvartalet stänger därför med en kassa om 13,6 musd. Det gör att bolagets finansiella ställning är fortsatt god. Om nu försäljningen av Gett slutförs, som det ursprungligen är planerat, kommer kassan att stärkas med ytterligare 70 musd.

## Justerar ned motiverat värde till 26 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 ovanligt hög substansrabatt och positiva triggers finns i möjliga börsnoteringar av BlaBlaCar och Voi inom några år. Men för att ta höjd för den oro som finns på de globala marknaderna gällande handelskrig och det faktum att Gett-affären kanske inte blir av justerar vi ned vårt motiverade värde till 26 kronor från 32,40 kronor.

## VNV Global

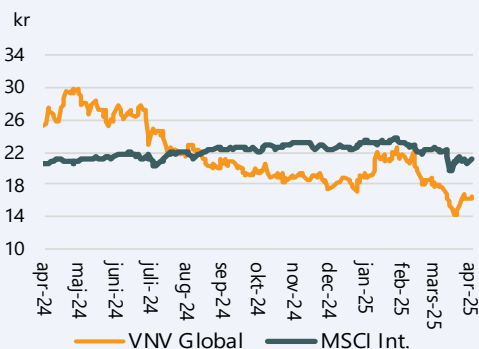
### Rapportkommentar

Datum 24 april 2025  
Analytiker Martin Stojilkovic

### Basfakta

Bransch Investmentbolag  
Styrelseordförande Tom Dinkelspiel  
Vd Per Brilioth  
Listning Nasdaq Stockholm Mid Cap  
Ticker VNV  
Aktiekurs 16,42 kr  
Antal aktier, milj. 135,8  
Börsvärde, mkr 2 230,0  
Nettoskuld, mkr 678,7  
Företagsvärde (EV), mkr 2 908,7  
Motiverat värde 26,00 kr  
Nästa rapport 2025-07-17

### Kursutveckling senaste året



Källa: Refinitiv

### Substansvärde & Nyckeltal, musd

|                                | Q1-2025      | Q4-2024      |
|--------------------------------|--------------|--------------|
| BlaBlaCar                      | 191,7        | 208,5        |
| Voi                            | 109,8        | 101,2        |
| Gett                           | 83,1         | 83,1         |
| HousingAnywhere                | 43,9         | 42,8         |
| Numan                          | 44,9         | 45,5         |
| Övriga scoutinvesteringar      | 19,0         | 19,9         |
| Övriga investeringar inkl lån  | 145,7        | 142,7        |
| Likviditetshantering           | 0,4          | 0,4          |
| <b>Investeringsportfölj</b>    | <b>638,4</b> | <b>643,9</b> |
| Kassa                          | 13,6         | 15,7         |
| Lån                            | -84,7        | -77,0        |
| Övriga nettofordringar/skulder | -0,5         | -1,1         |
| <b>Substansvärde (NAV)</b>     | <b>566,8</b> | <b>581,4</b> |
| NAV/usd                        | 4,33         | 4,44         |
| NAV/sek                        | 43,36        | 48,82        |
| Substansrabatt/-premie         | 59%          | 62%          |

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 noterade, 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 tioalet 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 noterade tillväxtbolag. Detta ledde till att värderingarna för dessa bolag föll kraftigt. Bolagets substansvärde, som historiskt haft en rabatt på cirka 18% jämfört med börskursen, har nu sett denna rabatt öka till runt 50 - 60%. 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. Dock har den globala geopolitiska osäkerheten kortsiktigt påverkat värderingarna över lag.

### Möjlig notering av BlaBlaCar och Voi inom två år

Bolagets två största innehav, det franska företaget BlaBlaCar och svenska Voi, som utgör cirka 30% respektive 17% av investeringsportföljen har annonserat att de ser framför sig en möjlig börsnotering inom två år. Båda har visat upp en kraftigt tillväxt i sin omsättning under de senaste fem åren, samt uppnått lönsamhet på ebitda-nivå, där Voi nu även uppnått lönsamhet på justerad ebit-nivå. Inneheten i BlaBlaCar och Voi värderas i dagsläget till 191,7 respektive 109,8 musd och båda är välkapitaliserade efter att ha säkrat en kreditfacilitet om 100 meur i BlaBlaCars fall och en obligation om 50 meur i Vois fall. En börsnotering för båda kommer sannolikt att synliggöra ytterligare värde enligt Analysguiden.

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

## Operationell uppdatering Q1-25

| Marknadsvärde<br>(mUSD)   | Q1-23        | Q2-23        | Q3-23        | Q4-23        | Q1-24        | Q2-24        | Q3-24        | Q4-24        | Q1-25        | QoQ %        | YoY %         | Q1-25<br>portfölj-<br>andel |
|---|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|---------------|-----------------------------|
|  BlaBlaCar           | 206,3        | 276,4        | 283,2        | 277,6        | 303,0        | 260,4        | 229,5        | 208,5        | 191,7        | -8,1%        | -36,7%        | 30,0%                       |
|  Voi                 | 97,9         | 90,4         | 85,3         | 77,3         | 80,0         | 80,0         | 80,0         | 101,2        | 109,8        | 8,5%         | 37,2%         | 17,2%                       |
|  Gett                | 130,7        | 107,4        | 92,5         | 96,3         | 93,3         | 83,0         | 83,0         | 83,1         | 83,1         | 0,0%         | -10,9%        | 13,0%                       |
|  Housing<br>Anywhere | 48,6         | 51,2         | 50,6         | 52,8         | 52,6         | 45,5         | 46,0         | 42,8         | 43,9         | 2,7%         | -16,5%        | 6,9%                        |
|  Numan                | 33,8         | 35,6         | 32,4         | 32,4         | 35,5         | 37,6         | 37,5         | 45,5         | 44,9         | -1,4%        | 26,4%         | 7,0%                        |
|  Breadfast           | 23,1         | 23,1         | 23,1         | 23,1         | 24,0         | 23,1         | 23,1         | 23,1         | 23,1         | 0,0%         | -3,5%         | 3,6%                        |
|  bokadirekt.se       | 18,5         | 18,4         | 22,9         | 19,0         | 18,0         | 16,9         | 18,2         | 21,0         | 21,1         | 0,5%         | 16,9%         | 3,3%                        |
|  WASOKO            | 19,7         | 19,1         | 13,4         | 10,9         | 13,9         | 14,2         | 12,6         | 10,4         | 10,0         | -3,9%        | -28,0%        | 1,6%                        |
| <b>NV Fund 1 &amp; 2</b>  | 22,1         | 22,1         | 21,3         | 21,0         | 21,4         | 21,2         | 21,0         | 19,9         | 19,0         | -4,4%        | -11,5%        | 3,0%                        |
| <b>Likvida placeringar</b>  | 5,6          | 5,4          | 2,8          | 3,0          | 2,0          | 2,0          | 8,1          | 0,4          | 0,4          | 0,8%         | -82,0%        | 0,1%                        |
| <b>Övriga investeringar</b>   | 196,4        | 180,7        | 186,5        | 167,0        | 91,1         | 86,3         | 90,8         | 88,1         | 91,5         | N/A          | N/A           | 14,3%                       |
| <b>Totalt marknadsvärde</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>643,9</b> | <b>638,4</b> | <b>-0,8%</b> | <b>-13,1%</b> | <b>112,6%</b>               |
| <b>Likvida medel</b>  | 61,4         | 58,3         | 50,3         | 42,5         | 45,9         | 14,6         | 11,9         | 15,7         | 13,6         | -13,2%       | -70,3%        | 2,4%                        |
| <b>Lån</b>  | -165,2       | -159,0       | -145,0       | -152,1       | -109,9       | -81,2        | -85,4        | -77,0        | -84,7        | 10,0%        | -22,9%        | -14,9%                      |
| <b>Övriga nettoskulder</b>  | -1,4         | -3,6         | -9,1         | -4,4         | -4,1         | -3,6         | -2,0         | -1,1         | -0,5         | -52,1%       | -86,9%        | -0,1%                       |
| <b>Substansvärde</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>581,4</b> | <b>566,8</b> | <b>-2,5%</b> | <b>-15,0%</b> | <b>100%</b>                 |

Källa: Bolaget, Analysguiden.

Värderingarna av portföljbolagen föll något jämfört med det fjärde kvartalet 2024. Nedvärderingen av **BlaBlaCar** och **Numan** vägdes upp av uppvärderingen av **Voi** och **HousingAnywhere**. I övriga innehav har det inte varit några större materiella förändringar jämfört med föregående kvartal. I dagsläget är cirka 80% av portföljens innehav lönsamma på justerad ebitda-nivå.

Under föregående kvartal genomfördes ett antal exits i mindre portföljbolag, men under det första kvartalet i år har inga nya investeringar eller exits genomförts.

På makronivå har kvartalet kännetecknats av en ökad osäkerhet och volatilitet knuten till politiska och geopolitiska krafter som kan komma att få en stor påverkan på den globala ekonomins utveckling. Vid början av det andra kvartalet har handelskriget eskalerat i kölvattnet av USAs tulltariffer mot omvärlden. Visserligen har Trumpadministrationen pausat införandet av de höga tarifferna i 90 dagar, men helt klart kommer införandet av tariffer komma att få en påverkan på de marknader som VNVs portföljbolag agerar. I kölvattnet av detta har flertalet nyckelvalutor stärkts mot den amerikanska dollarn, särskilt den svenska kronan.

Under den senaste tolv månadersperioden har större kapitalanskaffningar skett i följande portföljbolag:

- **Voi** tog in 30 musd i mars 2024, där VNV investerade 5 musd samt passade på att även konvertera den befintliga konvertibeln om 18,7 musd till fler aktier i Voi.
- **HungryPanda** genomförde en ny finansieringsrunda under det tredje kvartalet på 55 musd till en värdering som var högre än vad VNV hade värderat innehavet till.
- **Breadfast** tog in ytterligare kapital under 2024 genom en sista stängning av sin serie B-runda.

## Utvecklingen för portföljens större bolag

**BlaBlaCar** – Bolaget är världens största community-baserade reseapp som kombinerar ett globalt samåkningsnätverk med ett växande buss- och tågerbjudande. Plattformen kopplar ihop människor som vill resa långa sträckor med förare som reser på samma sträcka, så att de kan resa tillsammans och dela på kostnaden. Idag har bolaget mer än 100 miljoner medlemmar i 22 länder.

2024 stängdes med en stadig tillväxt i både förare och passagerare, med nästan 100 miljoner passagerare under året. Det motsvarar en tillväxt på 20 – 25% på årsbasis. Bolaget lämnar ännu så länge inga siffror annat än att det är fortsatt ebitda-positivt. I det fjärde kvartalet föregående år slutfördes även förvärvet av Obilet, den ledande turkiska bussmarknadsplatsen.

Under det första kvartalet i år har det inte varit några större händelser i bolaget, men osäkerheten kring regelverket för handel med energisparcertifikat har gjort att VNV numera inte räknar med några intäkter från denna handel. Det har lett till en nedvärdering av portföljbolaget med cirka -8% jämfört med föregående kvartal. I början av det andra kvartalet säkrade bolaget en rullande kreditfacilitet på 100 meur, vilket kommer att möjliggöra dess fortsatta tillväxtplaner.

**Gett** – Bolaget är det ledande ride-hailingföretaget i Israel med ytterligare närvaro i London och andra städer i Storbritannien, där företaget erbjuder s.k. black cabs. Företaget erbjuder också en mobilitetsprogramvara som verkar globalt och hjälper företag att modernisera deras transportinfrastruktur.

Osäkerheten kring försäljningen av Gett har ökat efter det att de israeliska konkurrensmyndigheterna rest ett antal farhågor. De inblandade parterna arbetar dock aktivt för att hantera detta. Även om den exakta tidslinjen är osäker, är VNV fortsatt optimistiskt om att nå en lösning under det andra kvartalet 2025. Vid en affär kommer VNV att erhålla 70 musd och resterande 13 musd sätts in på ett escrow-konto och betalas ut med en tredjedel per år under en treårsperiod. Men skulle inte affären bli av är det inte hela världen då innehavet idag är ebitda-positivt och hade vid utgången av 2024 likvida medel på över 60 musd utan några skulder i balansräkningen. Sammanlagt gör det att utsikterna för 2025 ser bra ut.

**Voi** – Bolaget är en europeisk mikromobilitetsspelare som erbjuder delade el-scootrar och el-cyklar för en uppkopplad, elektrifierad och delad 'last-mile'-transport. Räkenskapsiffror för helåret 2024 visade på att intäkterna uppgick till 132,8 meur, en ökning på 13% jämfört med 2023. Justerad ebitda för 2024 slutade på 17,2 meur med en justerad ebit om 0,1 meur. För 2025 väntas bolaget fortsätta sin tillväxt och nå ebit-lönsamhet för hela räkenskapsåret.

Voi har fått en bra start på det nya året där de vunnit en upphandling i Oslo på två år. Jämfört med föregående anbud i staden motsvarar det en fördubblad kontraktslängd och flottstorlek samt en tredubblad operativ yta. Det återspeglar en bredare trend med förbättrade, långfristiga kontrakt för ledande operatörer av mikromobilitet i Europa. Efter kvartalets utgång lanserades bolagets nya elcykeltjänst i Stockholm med 1 000 nya elcyklar.

**Numan** – Bolaget är en online-hälsoklinik med fokus på mäns hälsoproblem inklusive erektil dysfunktion, hårbortfall och viktminskning. Sedan starten har bolaget hjälpt nästan 600 tusen kunder, varav över 215 tusen nya kunder endast under 2024.

Numan stängde föregående år med en intäktstillväxt på över 100% och en nådde en positiv ebitda. De första månaderna i 2025 har fortsatt med en hög tillväxt motsvarande 200% på årsbasis, drivet mycket av försäljningen av läkemedel mot fetma.

**HousingAnywhere** – Bolaget är en global plattform som hjälper internationella studenter och utlandsbaserad arbetskraft att på ett säkert sätt hyra rum eller lägenheter från hyresvärdar och fastighetsförvaltare över hela Europa.

2024 stängde enligt budget och bolaget förblev ebitda-positivt på justerad nivå. I dag har HousingAnywhere mer än 18 miljoner användare och för 2025 ligger fokus på att accelerera omsättningstillväxten samtidigt som marginalerna förbättras. Bolagets nya VD börjande under det första kvartalet och kommer närmast från Immobillare, där han varit affärsutvecklingschef.

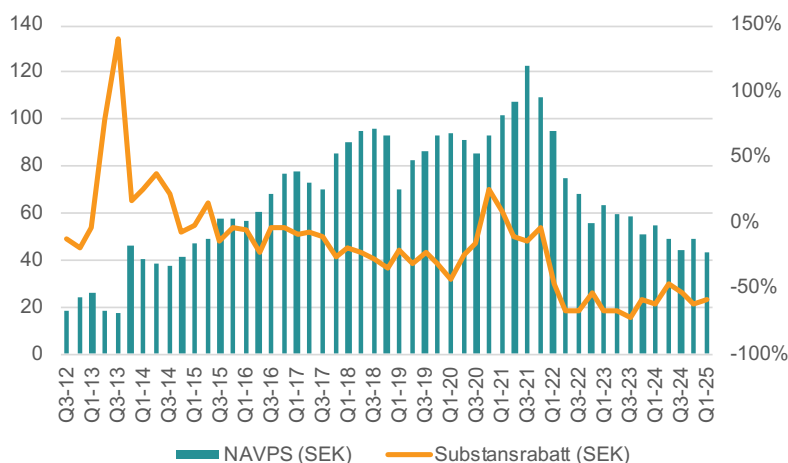
**Breadfast** – Bolaget är Egyptens ledande dagligvaruaktör med över 6000 SKUs (artiklar i lager) som kan levereras på under 60 minuter över hela Egypten. I sortimentet finns produkter som nybakat bröd, frukt, grönsaker, ägg, mejeriprodukter, kött och fågel, tillsammans med en rad konsumentförpackade produkter utformade för att tillgodose ett hushålls dagliga och veckovisa livsmedelsbehov.

2024 stängde med en betydande intäktstillväxt och ett förbättrat resultat. Totalt levererades närmare 1 miljon beställningar i månaden

till mer än 300 000 aktiva användare via bolagets 39 utlämningsställen i Egypten. Under föregående år meddelade bolaget också 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.

### Substansvärdet minskade till 43,36 kronor

Sedan hösten 2012 har substansvärdet per aktie vuxit med i snitt 7% per år, från 17,98 kr vid utgången av det fjärde kvartalet 2012 till 43,36 kronor vid utgången av det första kvartalet 2025. Sekventiellt föll substansvärdet med -11% drivet av den starka utvecklingen av den svenska kronan gentemot den amerikanska dollarn. Det gjorde att substansrabatten vid utgången av kvartalet uppgick till 59%. Den höga substansrabatten har öppnat upp för aktieåterköp från bolagets sida, vilket även beslutades på bolagsstämman i maj föregående år. 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. När och om affären med Gett går i lås räknar Analysguiden med att bolaget påbörjar återköpen i enlighet med mandatet. Det bör då leda till en minskning av den kraftiga substansrabatten.

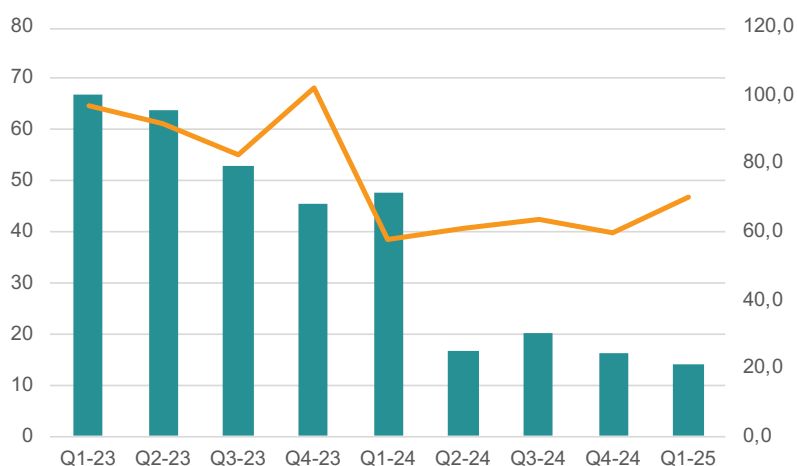


Källa: Bolaget, Analysguiden

### Fortsatt god finansiell ställning

Portföljnehaven utgör cirka 112,5% av substansvärdet, varav 0,1% består av likvida placeringar i penningmarknadsfonder. Till det har bolaget ytterligare 2,4% i likvida medel. Bolagets övriga nettoskulder uppgår till -15%, vilket gör att nettoskuldssättningsgraden ligger på cirka 12,5%.

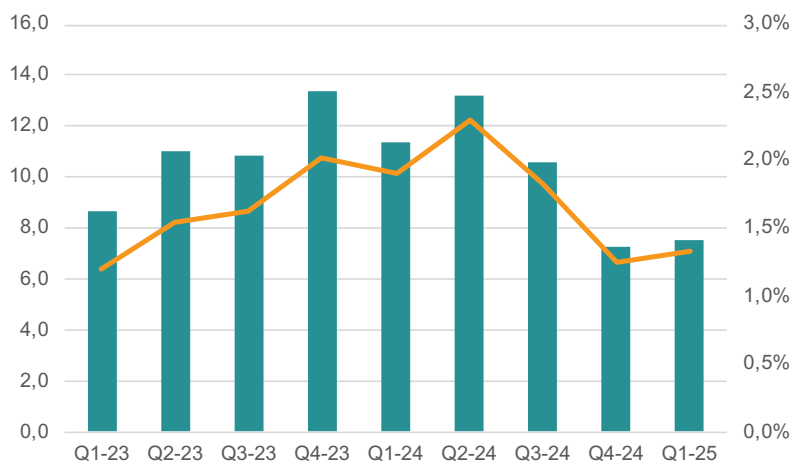
Bolagets bedömning är att den finansiella ställningen vid utgången av det första kvartalet är god med 14 musd i likvida medel inklusive de likvida placeringarna. Under föregående år emitterade VNV ett nytt treårigt obligationslån om 850 mkr, varpå obligationslånet som förföll i januari förtidsinlöstes. Om försäljningen av Gett slutförs kommer bolaget att tillföras 70 musd och ytterligare 13 musd över tre år, vilket gör att bolaget då når en nettokassa.



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 hamnade under intervallet

Bolagets rörelsekostnader under det första kvartalet uppgick till 7,5 (13,4) musd på rullande 12 månader. Det motsvarar en förvaltningskostnad om 1,3% (1,9%) av substansvärdet, vilket är under det historiska intervallet om 1,5 – 2,0%.



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

Framöver räknar vi dock med att rörelsekostnaderna håller 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 Voi

Voi är ett svenskt mikromobilitetsbolag som grundades i Stockholm 2018 och erbjuder delning av elscootrar och elcyklar i samarbete med städer och kommuner. Bolaget har idag över 110 000 fordon i drift i mer än 100 städer i 12 länder. Hittills har över åtta miljoner användare gjort mer än 300 miljoner resor med bolagets elscootrar och elcyklar. VNV Global investerade för första gången i bolaget 2018 och äger i dagsläget 20,9% av Voi, vilket gör det till VNVs näst största innehav. Målet är en börsintroduktion inom några år.

### Operationell uppdatering Q4-2024

Under det fjärde kvartalet steg Vois nettoomsättning med 33,1% till 32,8 (24,6) meur, drivet främst av en högre RVD (revenue per vehicle and day, nettoomsättning per fordon och dag). RVD:n för det fjärde kvartalet steg 21% till 3,68 (3,04) euro samtidigt som fordonsflottan växte med 10% till 96,7 (87,9) tusen fordon.

Tillväxten i kvartalets RVD beror helt och hållet på en förbättrad TVD (trips per vehicle and day, resor per fordon och dag) som ökade med 20,5% till 2,14 (1,77). Förklaring bakom den höga tillväxten i TVD i det sista kvartalet beror dels på en hög efterfrågan, dels på ett mildare väder. Totalt gjordes 19,0 (14,3) miljoner resor under det fjärde kvartalet.

Bolaget uppvisade också en kraftigt förbättrad fordonvinst och fordonvinstmarginal. Dessa begrepp kan jämföras med bruttovinst och bruttovinstmarginal, men där även kostnader för personal som arbetar med underhåll och laddning av fordonen ingår. Fordonsvinsten steg hela 72% till 18,4 (10,7) meur med en fordonvinstmarginal som samtidigt förbättrades till 56,1% (43,5%).

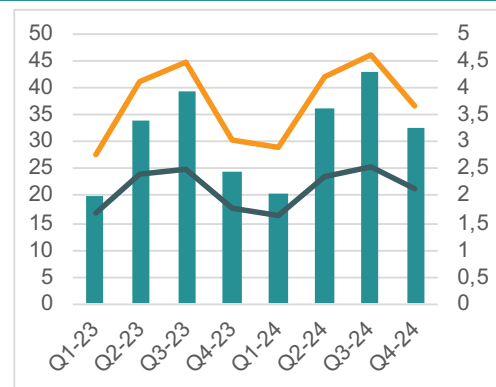
Bolagets justerade rörelsevinst var positiv för det fjärde kvartalet och uppgick till 1,4 (-17,1) meur, vilket var det tredje kvartalet i rad med ett positivt justerat rörelseresultat.

### Marknadsutvecklingen

Den tyska marknaden som är bolagets största uppvisade under året den högsta tillväxten, vilket förklaras av bland annat en framgångsrik lansering av nya Voi pass (en prenumerationsbaserad tjänst). Dessa pass bidrar till ett ökat engagemang och en växande kundlojalitet. Sett till hela bolagets marknad växte pass- och abonnemangsrelaterade produkter med 31% under året, vilket visar den fortsatta efterfrågan för flexibla on-demand mobilitetslösningar. Även expansionen av fordonsflottan under året, med fler tillgängliga fordon, ligger bakom den starka tillväxten på bolagets marknader.

### Ökad omsättning över tid

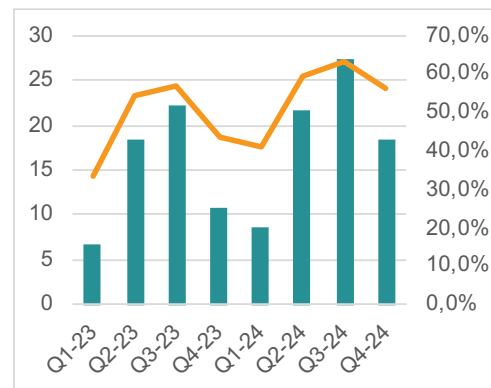
Omsättningen, som följer ett tydligt säsongsmönster (grön stapel) ökar vilket driver upp RVD (orange linje), samtidigt som en ökad nyttjandegrad driver upp TVD (svart linje), meur och % per Q1-23 – Q4-24.



Källa: Bolaget, Analysguiden

### Starkt tillväxt i fordonsvinsten

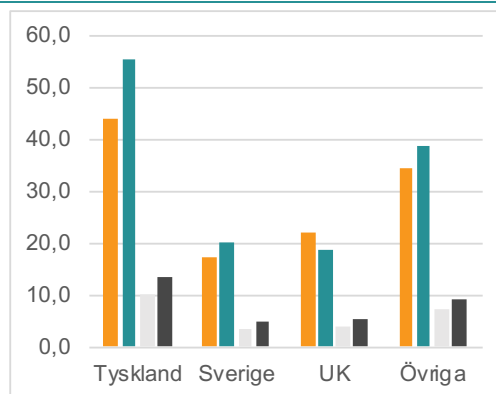
Stigande fordonvinst (grön stapel) enligt ett tydligt säsongsmönster och en ökande fordonsvinstmarginal (orange linje), meur och % per Q1-23 – Q4-24.



Källa: Bolaget, Analysguiden

### Tyskland största marknaden

Samtliga marknader visar på en stigande omsättning och tillväxt, 2023 (orange stapel), 2024 (grön stapel), Q4-23 (ljusgrå stapel) och Q4-24 (mörkgrå stapel) i meur.



Källa: Bolaget, Analysguiden

## Fortsatt 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 18%.

Jämför vi med hur andra svenska investmentbolag med liknande inriktning värderas på den svenska börsen är den genomsnittliga substansrabatten cirka 6%.

| Bolag        | Aktiekurs<br>23 april 2025 | Substans-<br>värde per aktie | Rabatt (neg)/<br>Premie (pos) |
|--------------|----------------------------|------------------------------|-------------------------------|
| VEF          | 1,95                       | 3,43                         | -43%                          |
| Kinnevik     | 76,66                      | 139,00                       | -45%                          |
| Creades      | 74,81                      | 76,00                        | -2%                           |
| Flat Capital | 18,06                      | 10,92                        | 65%                           |
| <b>Medel</b> |                            |                              | <b>-6%</b>                    |

Källa: Analysguiden, bolagens senaste kvartalsrapporter.

Om vi skulle värdera VNV utifrån jämförelsegruppen, skulle det innebära en aktiekurs på 40,73 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 35,71 kronor.

I jämförelsegruppen sticker Flat Capital ut genom att det bolaget värderas till en premie om cirka 65%. Justerat för Flat Capital är den genomsnittliga substansrabatten 30%, vilket är klart högre än VNVs genomsnittliga substansrabatt på 18%.

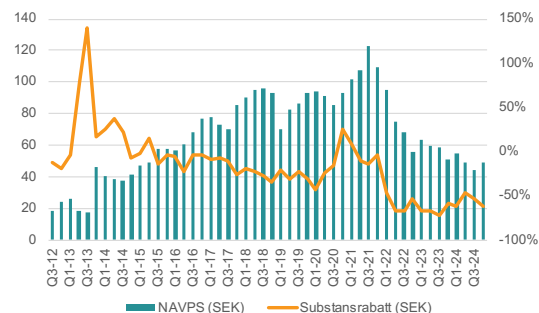
Analysguiden tycker fortsatt att VNV är ett intressant case för de som vill ha exponering mot snabbväxande private equity-bolag fokuserat på innehav i företag med starka nätverkseffekter och hög skalbarhet. En extra krydda är en framtida börsnotering av BlaBlaCar och Voi, som sannolikt skulle synliggöra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

Men den pågående försäljning av Gett, som nu verkar osäker, gjordes till en rabatt om 11% i kombination med den större nedvärderingen av BlaBlaCar sedan 2024 talar för att en extra riskpremie bör adderas till bolagets genomsnittliga substansrabatt. Till det ska läggas en ökande oron och volatilitet på marknaden av kommande tulltariffer och ett handelskrig som kan leda till recession.

**Analysguiden justerar därför ned sitt motiverade värde till 26 kronor mot tidigare 32,40 kronor.**

## NAVPS har stigit med i snitt 8%

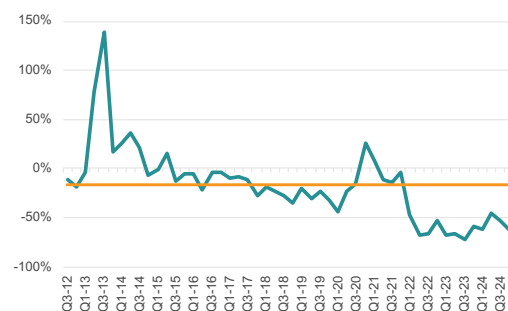
Rapporterat substansvärde per aktie i sek (grön stapel) har utvecklats stabilt uppåt över tid, men har fallit tillbaka sedan 2022 i takt med att räntorna började stiga. Det har också gjort att substansrabatten (orange linje) ökat markant sedan dess, Q3-12 – Q4-24



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 – Q4-24.



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 bolagsstämman 2024 klubbades ett nytt återköpsprogram igenom om max 10% av det utestående stamaktierna. Om Gett-affären går i lås och när likviden från den affären erhålls räknar Analysguiden med att återköpen av bolagets aktie påbörjas.

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, %

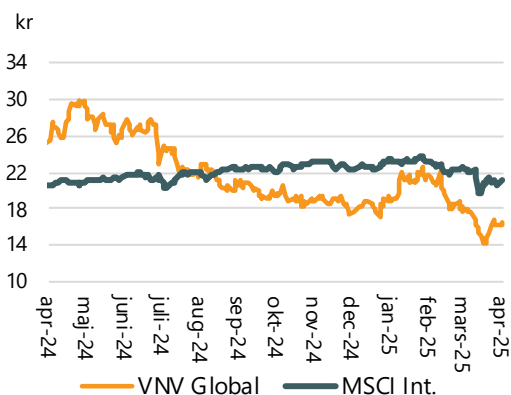
|                                    |               |
|------------------------------------|---------------|
| Acacia Partners                    | 19,9%         |
| E. Öhman J:or Aktiebolag           | 17,7%         |
| Lorito SPV Floreal S.å.r.l.        | 4,1%          |
| Avanza Pension                     | 4,0%          |
| Quartile Fonder                    | 2,8%          |
| Baillie Gifford & Co               | 2,6%          |
| Handelsbanken Fonder               | 1,7%          |
| Nordnet Pensionsförsäkring         | 1,5%          |
| Per Brilioth                       | 1,5%          |
| Martin Bjäringer inkl. Julnie S.A. | 1,2%          |
| Övriga                             | 43,1%         |
| <b>Totalt</b>                      | <b>100,0%</b> |

Källa: Bolaget, per 2025-04-23

## Svag utveckling det senaste året

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

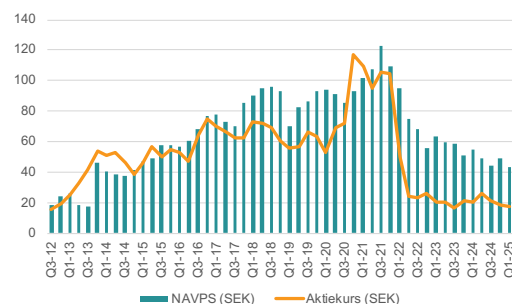
### Kursutveckling senaste året



Källa: Analysguiden

## Kraftig rabatt mot substansvärdet

Sedan start har aktien i snitt handlats till en rabatt om 18% mot substansvärdet, men i dagsläget är substansrabatten mer än dubbelt så hög, Q3-12 – Q1-25,



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. Numera är VNV noterade på Nasdaq Stockholms Mid Cap-lista.

Efter avknoppningen fanns det endast 11 innehav portföljen, men numera består investeringsportföljen runt 25 - 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 tioalet 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:

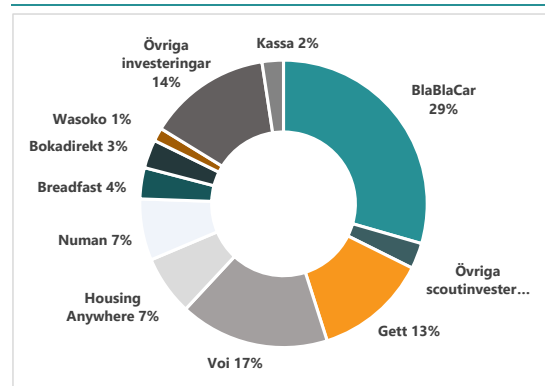
- Nätverkseffekter med potential till att växa intäkter till 1 miljard usd
- Verksamma på en stor marknad
- Starka grundare och team
- Hållbar affärsmodell

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

## 5 innehav står för över 70% av NAV

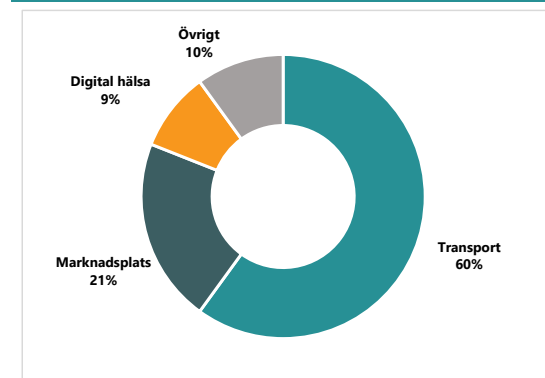
Baserat på estimerat marknadsvärde per 2025-03-31. Under det andra kvartalet ingicks avtal om en försäljning av Gett, som fortsatt väntar på israeliska myndigheters godkännande.



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, 2025-03-31



Källa: Bolaget

identifieras och hanteras. Betydande hållbarhetsrisker flaggas till bolagets chefsjurist.

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 25 - 30 innehav i sin investeringsportfölj är det tre bolag som står för cirka 60% av det bedömda marknadsvärdet. BlaBlaCar, som är det enskilt största innehavet utgör cirka 29% 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