

## Utsikterna ser ljusare ut för VNV under 2025

### Omvärderingen av BlaBlaCar bakom årets nedgång

VNVs investeringsportfölj uppgick vid utgången av december till 643,9 (780,3) musd, motsvarande en nedgång om -17,5% på årsbasis. Bakgrunden till nedgången beror främst på en lägre värdering av innehaven BlaBlaCar och Gett. När det gäller BlaBlaCar är det drivet av två saker, den politiska osäkerheten kring den framtida intjänningen från hanteringen av energisparcertifikaten i Frankrike och att varje del av BlaBlaCar numera värderas separat efter förvärvet av Obilet. I Getts fall beror nedvärdering på att försäljningen till Pango skedde till en lägre värdering än vad innehavet var värderat till vid ingången av året. Dock mildrades nedgången i investeringsportföljen till viss del av innehavet i Voi. De preliminära siffrorna för helåret visar på att Voi nu uppnått en positiv justerad ebit för första gången. Ser man till hela investeringsportföljen har nu 81% av innehaven nått en positiv ebitda vid slutet av året. Under året stärkte BlaBlaCar och Voi sina balansräkningar genom en ny kreditfacilitet respektive emittering av obligation. Det gör att sammantaget så ser utsikterna för 2025 totalt sett ljusare ut. Närmast till hands ligger att försäljningen av Gett slutförs, förhoppningsvis redan under det första kvartalet, vilket Analysguiden ser som en kortsiktig trigger.

### Substansrabatten uppgick till 62% vid årets slut

Substansvärdet var 581,4 (666,3) musd vid utgången av december, motsvarande 4,44 (5,09) usd per aktie. Nedgången i substansvärdet på årsbasis blev -12,7%. Omräknat till svenska kronor föll substansvärdet per aktie bara med -4,4% till 48,82 kronor drivet av en svag svensk krona. Sedan hösten 2012 har substansvärdet per aktie (NAVPS) vuxit med i genomsnitt 8% per år. Substansrabatten uppgick till 62% baserat på aktiekursen per sista december och i dagsläget uppgår substansrabatten till cirka 55%. Under året emitterade bolaget en ny icke säkerställd obligation på 850 mkr till en ränta om 3m Stibor + 550 baspunkter och löste den obligation som skulle förfalla i januari 2025. När väl försäljningen av Gett har slutförts, kan det nya obligationslånet enligt villkoren inlösas i förtid. Kassan har under det gångna året ytterligare stärkts genom ett antal exits av de mindre portföljbolagen.

### Upprepar motiverat värde om 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, där nu Voi är lönsamt, samt försäljningen av Gett och med den nya finansieringen på plats, anser vi att aktien fortsatt är intressant. Analysguiden upprepar sitt motiverade värde om 32,40 kr.

### VNV Global

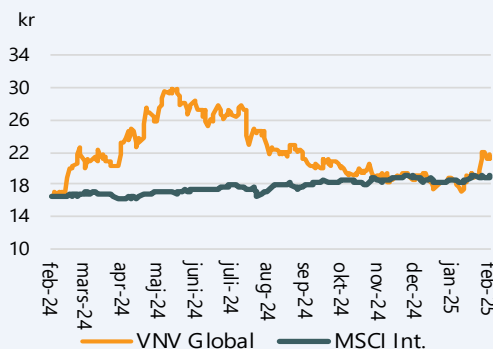
#### Initieringsanalys

Datum 7 februari 2025  
Analytiker Martin Stojilkovic

#### Basfakta

Bransch Investmentbolag  
Styrelseordförande Tom Dinkelspiel  
Vd Per Brilioth  
Listning Nasdaq Stockholm Mid Cap  
Ticker VNV  
Aktiekurs 21,86 kr  
Antal aktier, milj. 135,8  
Börsvärde, mkr 2 968,8  
Nettoskuld, mkr 672,0  
Företagsvärde (EV), mkr 3 640,8  
Motiverat värde 32,40 kr  
Nästa rapport 2025-04-23

#### Kursutveckling senaste året



Källa: Refinitiv

#### Substansvärde & Nyckeltal, musd

	Q4-2024	Q3-2024
BlaBlaCar	208,5	229,5
Gett	83,1	83,0
Voi	101,2	80,0
HousingAnywhere	42,8	46,0
Numan	45,5	37,5
Övriga scoutinvesteringar	19,9	21,0
Övriga investeringar inkl lån	142,7	144,8
Likviditetshantering	0,4	8,1
<b>Investeringsportfölj</b>	<b>643,9</b>	<b>649,9</b>
Kassa	15,7	11,9
Lån	-77,0	-85,4
Övriga nettofordringar/skulder	-1,1	-2,0
<b>Substansvärde (NAV)</b>	<b>581,4</b>	<b>574,5</b>
NAV/usd	4,44	4,39
NAV/sek	48,82	44,32
Substansrabatt/-premie	62%	53%

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 17% jämfört med börskursen, har nu sett denna rabatt öka till runt 50 - 60%. 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.

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

Bolagets två största innehav, det franska företaget BlaBlaCar och svenska Voi, som utgör cirka 32% respektive 15% 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. Innehaven i BlaBlaCar och Voi värderas i dagsläget till 204,5 respektive 101,2 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 Q4-24

Marknadsvärde (mUSD)	Q4-22	Q1-23	Q2-23	Q3-23	Q4-23	Q1-24	Q2-24	Q3-24	Q4-24	QoQ %	YoY %	Q4-24 portfölj- andel
 BlaBlaCar	141,9	206,3	276,4	283,2	277,6	303,0	260,4	229,5	208,5	-9,2%	-24,9%	32,4%
 Gett	126,3	130,7	107,4	92,5	96,3	93,3	83,0	83,0	83,1	0,0%	-13,8%	12,9%
 voi.	83,7	97,9	90,4	85,3	77,3	80,0	80,0	80,0	101,2	26,5%	30,9%	15,7%
 Housing Anywhere	39,9	48,6	51,2	50,6	52,8	52,6	45,5	46,0	42,8	-6,9%	-18,9%	6,6%
 numan	31,4	33,8	35,6	32,4	32,4	35,5	37,6	37,5	45,5	21,4%	40,5%	7,1%
 Breadfast	16,7	23,1	23,1	23,1	23,1	24,0	23,1	23,1	23,1	0,0%	0,2%	3,6%
 bokadirekt.se	15,8	18,5	18,4	22,9	19,0	18,0	16,9	18,2	21,0	15,1%	10,4%	3,3%
 WA SO KO	21,1	19,7	19,1	13,4	10,9	13,9	14,2	12,6	10,4	-17,5%	-4,7%	1,6%
<b>NV Fund 1 &amp; 2</b>	21,0	22,1	22,1	21,3	21,0	21,4	21,2	21,0	19,9	-5,6%	-5,4%	3,1%
<b>Likvida placeringar</b>	7,7	5,6	5,4	2,8	3,0	2,0	2,0	8,1	0,4	-95,6%	-88,0%	0,1%
<b>Övriga investeringar</b>	206,5	196,4	180,7	186,5	167,0	91,1	86,3	90,8	88,1	N/A	N/A	13,7%
<b>Totalt marknadsvärde</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>643,9</b>	<b>-0,9%</b>	<b>-17,5%</b>	<b>110,7%</b>
<b>Likvida medel</b>	66,1	61,4	58,3	50,3	42,5	45,9	14,6	11,9	15,7	31%	-63%	2,7%
<b>Lån</b>	-164,3	-165,2	-159,0	-145,0	-152,1	-109,9	-81,2	-85,4	-77,0	-10%	-49%	-13,3%
<b>Övriga nettoskulder</b>	-0,3	-1,4	-3,6	-9,1	-4,4	-4,1	-3,6	-2,0	-1,1	-43%	-75%	-0,2%
<b>Substansvärde</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>581,4</b>	<b>1%</b>	<b>-13%</b>	<b>100%</b>

Källa: Bolaget, Analysguiden.

Värderingarna av portföljbolagen var på totalen i princip oförändrade jämfört med det tredje kvartalet. Nedvärderingen av **BlaBlaCar** och **HousingAnywhere** vägdes upp av uppvärderingen av **Voi** och **Numan**. I övriga innehav har det inte varit några större förändringar jämfört med föregående kvartal. Under det fjärde kvartalet har VNV genomfört ett antal exits i sina mindre portföljbolag och på så sätt stärkt kassa med 10 musd.

Tidigare under året har fler avyttringar gjorts. I februari avyttrade VNV innehaven **Booksy**, **Tise**, **JamesEdition** och **Carla** till Verdane för 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. Enligt VNV räknas affären bli klar under det första kvartalet 2025.

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. **HungryPanda**, som ingår i Övriga investeringar, genomförde en ny finansieringsrunda till en värdering som 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. **Breadfast** har också tagit in ytterligare kapital under 2024 genom 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 tågerbudande. 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. Däremot visade 2023 på intäkter om 253 meur och en positiv ebitda.

Ser man på 2024 är det främst några större händelser som sticker ut för BlaBlaCar. Först är det förvärvet av turkiska Obilet, den ledande bussmarknadsplatsen i landet, i det andra kvartalet. Affären slutfördes efter godkännande från de turkiska myndigheterna under det tredje kvartalet. BlaBlaCars tågjänst lanserades under året i Spanien, som även om det är tidigt, visar på ett bra mottagande. På produktutvecklingssidan lanserade bolaget produkten Zen-tjänst, som är en dörr-till-dörr samåkningservice för korta till medellånga avstånd. Hittills har responsen på den nya produkten varit positiv.

På minussidan och som delvis ligger bakom nedvärderingen av innehavet i BlaBlaCar kan hänföras till politisk osäkerhet. Som ett led i att främja den gröna omställningen etablerade den franska regeringen ett regelverk kring energisparcertifikat, som innebar att om en förare kan visa på att det är fler än en person i bilen kan 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 2025, har detta system pausats. En effekt som minskar BlaBlaCars intäktströmmar med upp till 10%. Osäkerhet kring framtida intäktströmmar 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.

Den andra orsaken till nedvärderingen av innehavet 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 numera värderas separat för att fastställa det totala företagsvärdet, vilket då blev lägre.

**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. Det slutliga godkännandet från de israeliska konkurrensmyndigheterna har ännu inte kommit men väntas erhållas under det första kvartalet 2025. När väl så ser och affären stängas, kommer VNV att tillföras 70 musd. Resterande 13 musd hålls på ett escrow-konto och utbetalas med tredjedel under en treårsperiod.

Ser man till helåret 2024 har Gett levererat en bruttoförsäljning som överstiger 500 musd, vilket motsvarar en tillväxt om 5%. Ebitda uppgick till cirka 13 musd och bolaget har en nettokassa som överstiger 60 musd. 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. Under kvartalet vann bolaget ytterligare upphandlingar i Tyskland (Stuttgart och Mannheim, Frankrike (Saint-Quentin-en-Yvelins), i Sverige (Borås) och i Spanien (Barcelona).

För första gången släppte bolaget preliminära räkenskapsiffror för helåret. Dessa visar på att intäkterna uppgick till 132,8 meur, en ökning 13% jämfört med 2023. Slår man ut intäkterna på antalet fordon (el-scootrar och el-cyklar) som finns i fordonsflottan uppgår genomsnittlig intäkt per fordon till 93 kusd. Fordonsvinsten (som avser bruttovinst efter laddning, logistik och reparationskostnader) uppgick till 76 meur, med en fordonsvinstmarginal som stärktes 8 procentenheter till 57%. Motsvarande siffror för 2023 var 58 meur och 49%. Tillväxten i dessa poster är drivet av automatiseringar och datadrivna operationella effektiviseringsvinster samt högre utnyttjandegrad av flottan. Justerad ebitda för 2024 slutade på 17,2 meur med en justerad ebit om 0,1 meur. För 2025 väntas Voi fortsätta sin tillväxt och nå ebit-lönsamhet för hela räkenskapsåret.

**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.

För 2024 växte intäkterna med över 100% och bolaget väntas avsluta helåret med en positiv ebitda. Ser man till december enskilt var intäktstillväxten över 200% på årsbasis. Bakgrunden till den kraftiga tillväxten drivs till stor del av bolagets viktminskningserbjudande

med fokus på GLP-1-relaterade behandlingar, vilket nu innebär att företaget betjänar både män och kvinnor i stor skala.

**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.

Under 2024 presterade bolaget enligt sin budget och förblev ebitda-positiv på justerad nivå. Fokus har legat på att aktivt förbättra sitt produktutbud där bland annat produkten hyresgaranti blivit mycket omtyckt. Sett till de 25 000 bokningar som gjordes på den franska marknaden under året användes den nya produkten vid 40% av alla bokningar. I dag har HousingAnywhere mer än 18 miljoner användare och för 2025 ligger fokus på att accelerera omsättnings-tillväxten samtidigt som marginalerna förbättras.

**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 visade på en betydande intäktsstillväxt med 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 året 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.

**Övriga investeringar** – När det gäller bolagets övriga mindre investeringar 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. Slutligen kan också innehavet i **Baly**, den irakiska plattformen för samåkning och leveranser, lyftas fram. Enligt VNV har det bolaget potential till att bli Iraks svar på kazakstanska Kaspi, som hade en värdering på runt 20 busd vid sin Nasdaqnotering.

## Substansvärdet uppgick till 48,82 kronor

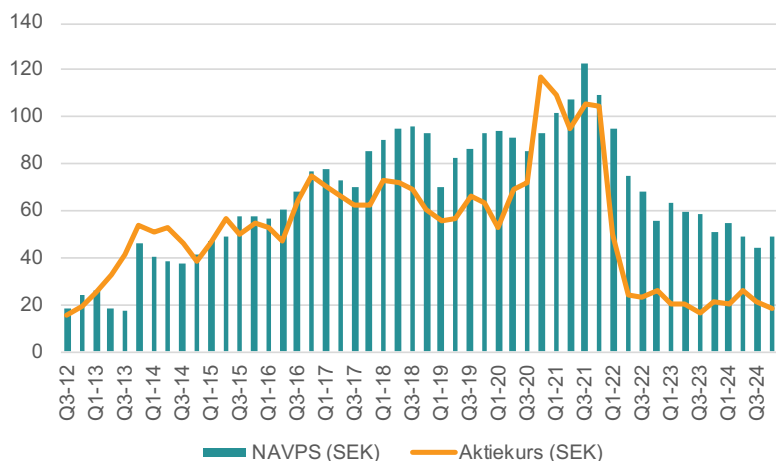
Sedan hösten 2012 har substansvärdet per aktie vuxit med i snitt 8% per år, från 17,98 kr vid utgången av det fjärde kvartalet 2012 till 48,82 kronor vid utgången av det tredje kvartalet 2024. Historiskt sett har aktiekursen följt utvecklingen av substansvärdet, men efter det att



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.

Analysguiden räknar att fler exits kommer att ske under 2025 samt att försäljningen av Gett inom en snar framtid går igenom. Givet den höga substansrabatten räknar vi att VNV då kommer igång med att återköpa aktier för att på så sätt motverka den kraftiga substansrabatten

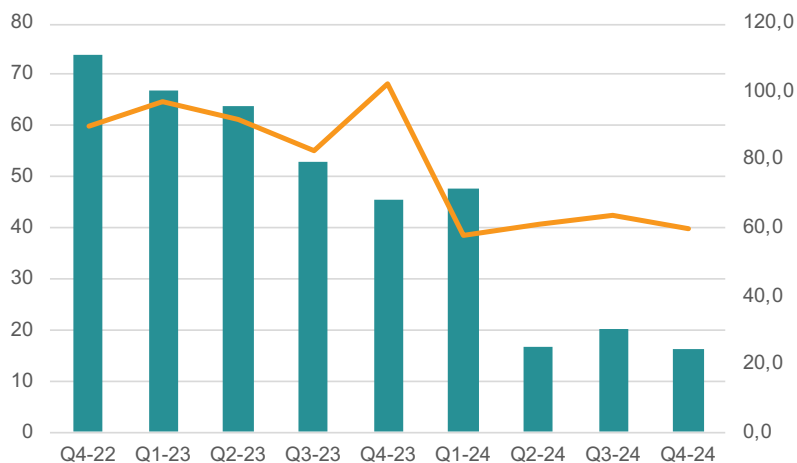


Källa: Bolaget, Analysguiden

## Låg skuldsättning och en solid balansräkning

Portföljinnehaven utgör 111% 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 -13%, vilket gör att nettoskuldssättningsgraden ligger på cirka 10%.

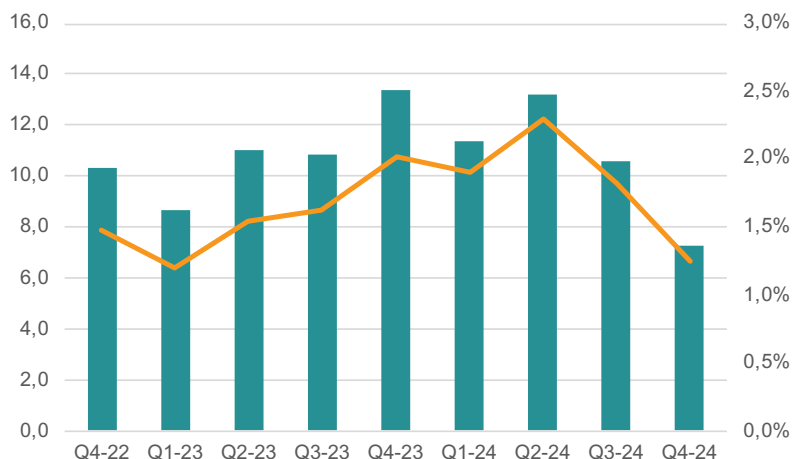
Bolagets bedömning är att den finansiella ställningen vid utgången av det fjärde kvartalet är god med 16 musd i likvida medel inklusive de likvida placeringarna. Under det tredje kvartalet emitterade VNV ett nytt obligationslån om 850 mkr, vilket användes i det fjärde kvartalet för att förtidslösa det obligationslån som skulle förfalla i januari 2025. Till det ska läggas ytterligare förstärkning av kassan med 10 musd genom ett antal exits i mindre innehav. När väl försäljningen av Gett slutförs kommer bolaget att tillföras 70 musd och ytterligare 13 musd över tre år, vilket gör att bolaget 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 fjärde kvartalet uppgick till 7,3 (13,4) musd på rullande 12 månader. Det motsvarar en förvaltningskostnad om 1,3% (2,0%) 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.



## 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 16%.

Jämför vi med hur andra svenska investmentbolag med liknande inriktning värderas på den svenska börsen är den genomsnittliga substanspremien cirka 14%.

Bolag	Aktiekurs 6 februari 2025	Substans- värde per aktie	Rabatt (neg)/ Premie (pos)
VEF	1,70	3,73	-54%
Kinnevik	91,04	138,64	-34%
Creades	79,05	82,00	-4%
Flat Capital	20,00	8,00	150%
<b>Medel</b>			<b>14%</b>

Källa: Analysguiden, bolagens senaste kvartalsrapporter.

Om vi skulle värdera VNV utifrån jämförelsegruppen, skulle det innebära en aktiekurs på 55,87 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 40,62 kronor.

I jämförelsegruppen sticker Flat Capital ut genom att det bolaget värderas till en premie om cirka 150%. Justerat för Flat Capital är den genomsnittliga substansrabatten 31%, vilket är klart högre än VNVs genomsnittliga substansrabatt på 17%.

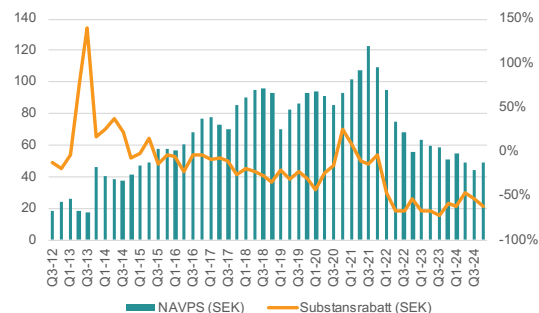
Analysguiden tycker fortsatt att VNV är ett intressant case för de som vill ha exponering mot snabbväxande private equity-bolag fokuserat på innehav i företag med starka nätverkseffekter och hög skalbarhet. En extra krydda är en framtida börsnotering av BlaBlaCar och Voi, som sannolikt skulle synliggöra 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.

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 är likt tidigare en substansrabatt runt 25%, vilket skulle ge ett motiverat värde om 36,71 kronor.

**Men då uppgången av VNVs substansvärde i det fjärde kvartalet jämfört med kvartalet innan är drivet främst av att den svenska kronan försvagades mot den amerikanska dollarn gör Analysguiden ingen ändring av motiverat värde utan upprepar vårt tidigare motiverade värde om 32,40 kronor.**

## NAVPS har stigit med i snitt 8%

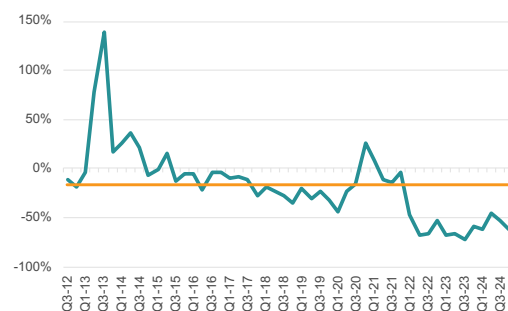
Rapporterat substansvärde per aktie i sek (grön stapel) har utvecklats stabilt uppåt över tid, men har fallit tillbaka sedan 2022 i takt med att räntorna började stiga. Det har också gjort att substansrabatten (orange linje) ökat markant sedan dess, Q3-12 – Q4-24



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 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, %

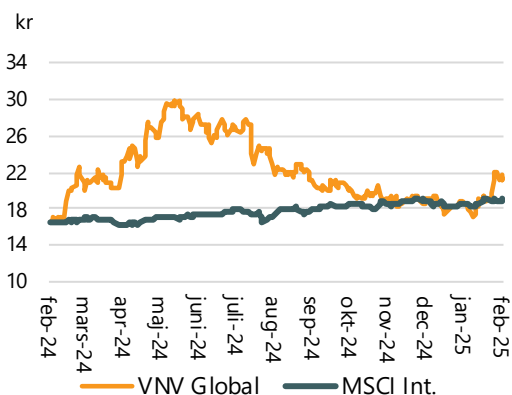
Acacia Partners	19,9%
E. Öhman J:or Aktiebolag	17,7%
Lorito SPV Floreal S.à.r.l.	4,1%
Avanza Pension	3,8%
Baillie Gifford & Co	2,7%
Quartile Fonder	2,3%
Handelsbanken Fonder	1,7%
Nordnet Pensionsförsäkring	1,6%
Per Brilioth	1,5%
Kavaljer Fonder	1,0%
Övriga	43,7%
<b>Totalt</b>	<b>100,0%</b>

Källa: Bolaget, per 2025-02-06

## Svag utveckling senaste året

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

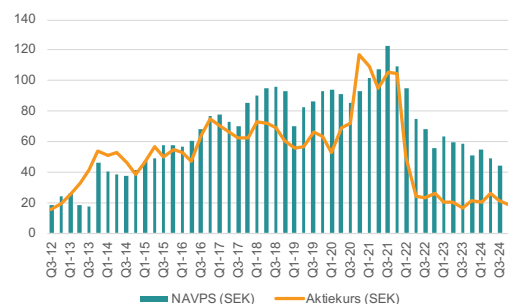
### Kursutveckling senaste året



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 – Q4-24



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 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:

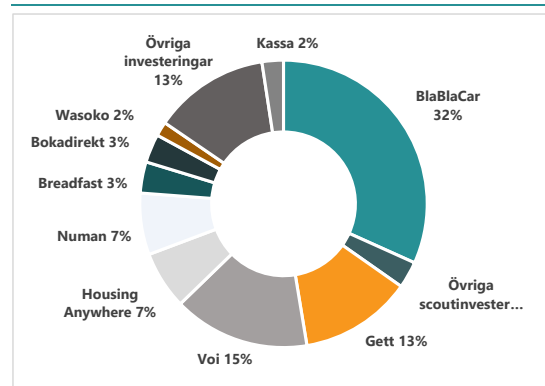
- Nätverkseffekter med potential till att växa intäkter till 1 miljard usd
- Verksamma på en stor marknad
- Starka grundare och team
- Hållbar affärsmodell

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 identifieras och hanteras. Betydande hållbarhetsrisker flaggas till bolagets chefsjurist.

## 5 innehav står för över 70% av NAV

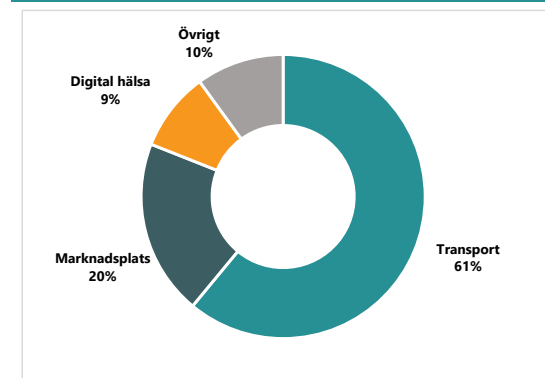
Baserat på estimerat marknadsvärde per 2024-12-31. Under det andra kvartalet ingicks avtal om en försäljning av Gett, som fortsatt väntar på israeliska myndigheters godkännande.



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, 2024-12-31



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-upplevelserna 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 runt 60% av det bedömda marknadsvärdet. BlaBlaCar, som är det enskilt största innehavet utgör cirka 32% 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