

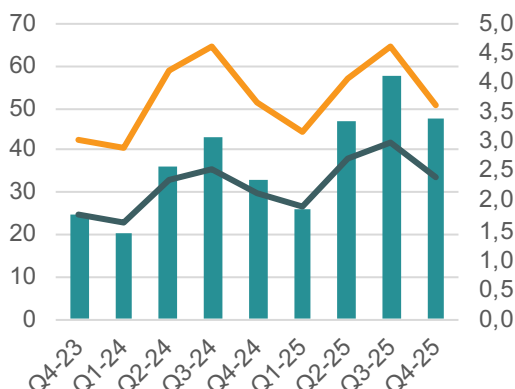
Voi levererar ett fjärde kvartal med kraftig tillväxt

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 150 000 fordon i drift i mer än 110 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.

Omsättningen växte med 45%

Vois kvartalsrapport för det fjärde kvartalet visade på ett fortsatt starkt momentum i verksamheten. Nettoomsättningen steg med 45% till 47,5 (32,8) meur, drivet av främst en större fordonsflotta och en ökade användning. Tillväxten accelererade under kvartalet, där antalet resor steg med 65% till 31,3 (19,0) miljoner resor jämfört med föregående år. Bakgrunden är bland annat drivet av en betydande expansion i Paris och London samt en fortsatt utrullning av Vois nästa generations elcyklar. Totalt växte fordonsflottan med 47% till 141,8 (96,7) tusen fordon vid utgången av det fjärde kvartalet.

Förutom den större fordonsflottan låg även en högre nyttjandegrad, mätt som TVD (trips per vehicle and day, resor per fordon och dag) bakom tillväxten, som växte med 12% till 2,40 (2,14). Däremot minskade bolagets RVD (revenue per vehicle and day, nettoomsättning per fordon och dag) med -1% till 3,64 (3,68) euro. Men med tanke på den kraftiga tillväxten i antal fordon, tyder det ändå på att marknaden har absorberat bolagets kraftiga tillväxt i antalet nya fordon.



Källa: Bolaget. Omsättningen, som följer ett tydligt säsongsmönster (grön stapel) ökar vilket driver RVD (orange linje), samtidigt som en ökad nyttjandegrad driver upp TVD (svart linje), meur och % per Q4-23 – Q4-25.

På helårsbasis steg bolagets nettoomsättning med 34% till 178,2 (132,8) meur, drivet främst av en ökad skalbarhet i bolagets plattform i takt med städer runt om i Europa i allt högre grad integrerar

VNV GLOBAL

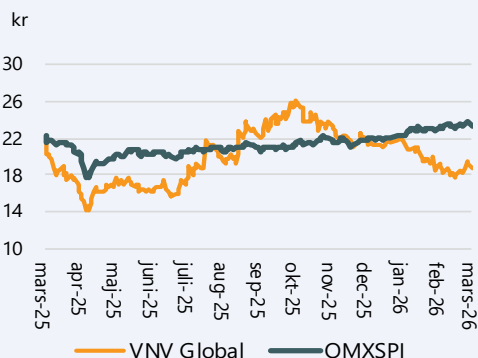
Kommentar Voi Q4-2025

Datum 3 mars 2026
Analytiker Martin Stojilkovic

Basfakta

Bransch	Investmentbolag
Styrelseordförande	Tom Dinkelspiel
Vd	Per Brilioth
Listning	Nasdaq Stockholm Mid Cap
Ticker	VNV
Aktiekurs	18,54 kr
Antal aktier, milj.	128,6
Börsvärde, mkr	2 384,2
Nettoskuld, mkr	-44,0
Företagsvärde (EV), mkr	2 340,2
Motiverat värde	25,20 kr
Nästa rapport	2026-04-22

Kursutveckling senaste året



Källa: Refinitiv

Substansvärde & Nyckeltal, musd

	Q4-2025	Q3-2025
BlaBlaCar	164,3	184,1
Voi	127,5	137,1
HousingAnywhere	37,2	36,1
Numan	37,7	37,5
Breadfast	30,2	30,2
Bokadirekt	27,0	27,8
Övriga scoutinvesteringar	16,5	18,6
Övriga investeringar inkl lån	96,8	109,3
Likviditetshantering	0,3	0,3
Investeringsportfölj	537,5	580,9
Kassa	51,2	71,3
Lån	-46,6	-90,6
Övriga nettofordringar/skulder	4,5	25,5
Substansvärde (NAV)	546,7	587,1
NAV/usd	4,25	4,52
NAV/sek	39,11	42,53
Substansrabatt/-premie	44%	39%

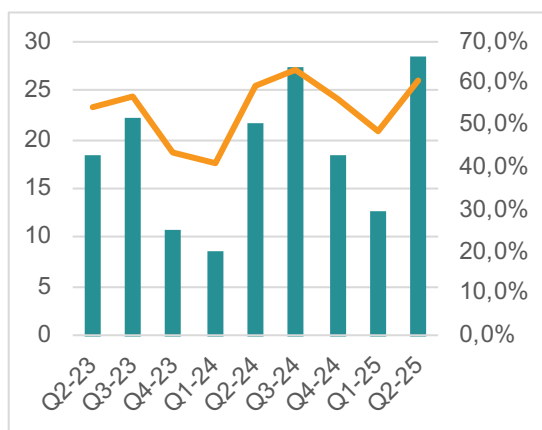
Källa: Bolaget, Analysguiden

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.

mikromobilitet som ett komplement till kollektivtrafiken. Under året har bland annat Voi expanderat kraftigt i städer som Paris, där bolaget i år lanserat bland annat 6 000 nya elcyklar. I London fortsatte Voi att bygga sin närvaro stadsdel för stadsdel. För att stödja kostnads-effektivitet och hållbarhet i större skala öppnade Voi även ett nytt centrallager samt en industrialiserad renoveringsanläggning i Polen. RVD för helåret steg marginellt till i snitt 3,94 (3,91) euro samtidigt som antalet resor per fordon och dag (TVD) steg till 2,56 (2,20). Men det är främst antalet resor som bidragit till rekordintäkterna, då dessa uppgick till 115,8 (74,6) miljoner resor.

Fordonsvinsten steg med 37%

Bolaget uppvisade en fortsatt tillväxt i sin fordonvinst och fordonsvinstmarginal för det fjärde kvartalet. 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 med 37% till 25,2 (18,4) meur men fordonsvinstmarginalen föll något till 53,0% (56,1%).

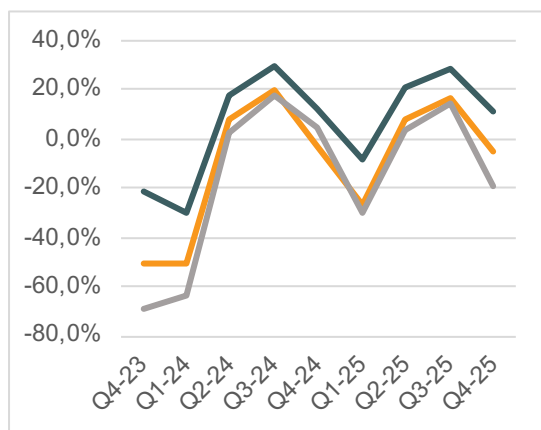


Källa: Bolaget. Stigande fordonvinst (grön stapel) enligt ett tydligt säsongmönster och en ökande fordonsvinstmarginal (orange linje), meur och % per Q2-23 – Q2-25.

På helårsbasis ökade fordonsvinsten med 35% till 102,4 (75,7) meur med en fordonsvinstmarginal som uppgick till 57,5% (57,0%).

Den snabba tillväxten har påverkat rörelseresultatet

Bolagets rörelseresultat försämrades till -9,2 (1,4) meur och även det justerade rörelseresultatet minskade till -2,6 (-0,9) meur. Den negativa utvecklingen förklaras dels av bolagets snabba expansion med ökade avskrivningarna som en stor förklaring till kostnadsutveckling, dels av ökade kostnader för incitamentsprogram för personalen i takt med att värderingen av Voi växt. Kvartalets justerade ebitda steg dock till 5,2 (4,1) meur drivet av den starka operativa utvecklingen.



Källa: Bolaget. Stigande justerad ebitda-marginal (mörkgrå linje), justerad ebit-marginal (orange linje) och ebit-marginal (ljusgrå linje) följer ett tydligt säsongmönster, meur och % per Q4-23 – Q4-25.

På helårsbasis uppgick rörelseresultatet till -7,6 (-3,3) meur med ett justerat rörelseresultat om 3,2 (0,1) meur. Resultat för helåret förbättrades och uppgick till -12,4 (-23,7) meur.

Den finansiella positionen är fortsatt stark

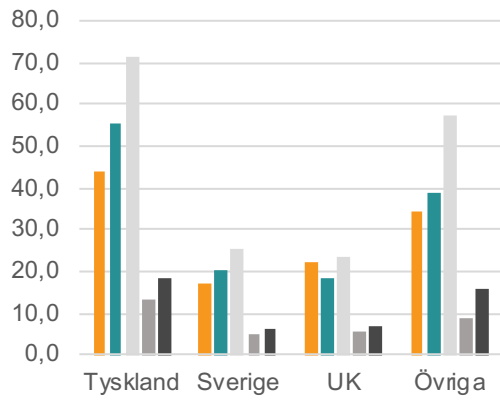
Den finansiella positionen har förbättrats under 2025 genom ett antal steg. Under det första kvartalet erhöll bolaget en kreditfacilitet om 50 mkr. I det fjärde kvartalet har bolaget genomfört en till obligations-emission om totalt 40 meur inom ramen om totalt 125 meur. Totalt har bolaget nu 90 meur i utestående obligationer.

Mot slutet av året ingick Voi ett avtal om en revolverande kreditfacilitet på 25 meur med Danske Bank och Swedbank, som förfaller i april 2028. I samband med det har kreditfaciliteten på 50 mkr i början av 2025 avslutats.

Likvida medel uppgår vid utgången av året till 56,1 meur, vilket ger en stabil finansiell grund till bolagets fortsatta investeringar i fordons- och marknadsexpansion samt för att skapa en robust och långsiktigt skalbar verksamhet.

Marknadsutvecklingen

Utvecklingen på bolagets största marknader, Tyskland, Sverige och UK har samtliga visat på en bra tillväxt under det fjärde kvartalet. Den tyska marknaden, som är bolagets största, uppvisade under kvartalet likt tidigare den högsta tillväxten, vilket förklaras av bland annat förra årets framgångsrika lansering av nya Voi pass (en prenumerations-baserad tjänst). Dessa pass bidrar till ett ökat engagemang och en växande kundlojalitet. För 2025 stod Voi pass för 39% (31%) av bolagets totala intäkter. Utöver det har den kraftiga tillväxten i fordonsflottan bidragit till tillväxten i marknadsutvecklingen.



Källa: Bolaget. Samtliga marknader visar på en stigande omsättning och tillväxt, 2023 (orange stapel), 2024 (grön stapel), 2025 (ljusgrå stapel), Q4-24 (mörkgrå stapel) och Q4-25 (svart stapel) i meur.

Investeringstes

Exponering mot spännande private equity-bolag

Private equity är en sektor under kraftig tillväxt. I en artikel från Private Equity Insights¹ 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 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 onoterade tillväxtbolag. Detta ledde till att värderingarna för dessa bolag föll kraftigt. Bolagets substansvärde, som historiskt haft en rabatt på cirka 19% jämfört med börskursen, har nu sett denna rabatt öka till över 40%, från att i närtid varit uppe i 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 28% respektive 22% 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 164,3 respektive 127,5 musd och båda är välkapitaliserade efter att ha säkrat en kreditfacilitet om 100 meur i BlaBlaCars fall och en obligation om 90 meur i Vois fall. Voi har även under Q4-2025 säkrat en kreditfacilitet om 25 meur. En börsnotering för båda kommer sannolikt att synliggöra ytterligare värde enligt Analysguiden.

¹ Private Equity Insights – ”Private capital AUM set to double to over 18 tn usd in next five years”

Risker

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

Portföljbolagens behov av nytt kapital

Portföljbolagen kännetecknas av att de är tillväxtbolag och i 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 28% av det bedömda marknadsvärdet. Samtidigt har VNV en ägarandel i sitt största bolag som ligger under 15%. Förmågan att utöva avgörande inflytande trots styrelserepresentation 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 har färre än 10 anställda är bolaget högst beroende av sina anställda. Många av dessa anställda har även en lång och gedigen erfarenhet från investeringar inom tillväxtmarknader, särskilt på flertalet av de marknader som bolaget har riktat in sig på. Skulle en eller flera av bolagets nyckelpersoner sluta kan det få en negativ inverkan på verksamheten.

Disclaimer

Aktiespararna, www.aktiespararna.se, publicerar analyser om bolag som sammanställts med hjälp av källor som bedömts tillförlitliga. Aktiespararna kan dock inte garantera informationens riktighet. Ingenting som skrivs i analysen ska betraktas som en rekommendation eller uppmaning att investera i något finansiellt instrument. Åsikter och slutsatser som uttrycks i analysen är avsedd endast för mottagaren. Analysen är en så kallad Uppdragsanalys där det analyserade Bolaget tecknat ett avtal med Aktiespararna. Analyserna publiceras löpande under avtalsperioden och mot sedvanlig fast ersättning. Aktiespararna har i övrigt inget ekonomiskt intresse avseende det som är föremål för denna analys. Aktiespararna har rutiner för hantering av intressekonflikter, vilket säkerställer objektivitet och oberoende.

Innehållet får kopieras, reproduceras och distribueras. Aktiespararna kan dock inte hållas ansvariga för vare sig direkta eller indirekta skador som orsakats av beslut fattade på grundval av information i denna analys.

Investeringar i finansiella instrument ger möjligheter till värdestegringar och vinster. Alla sådana investeringar är också förenade med risker. Riskerna varierar mellan olika typer av finansiella instrument och kombinationer av dessa. Historisk avkastning ska inte betraktas som en indikation för framtida avkastning.

Analytikern Martin Stojilkovic äger inte och får heller inte äga aktier i det analyserade bolaget.

Ansvarig analytiker:

Martin Stojilkovic