

Lägre värderingsmultiplar påverkade substansvärdet

Avyttring och lägre multiplar påverkade negativt

Under det andra kvartalet visade portföljbolagen på en fortsatt bra utveckling. Både BlaBlaCar och Voi ökar sin omsättning kraftigt och visar på en positiv ebitda. Liknande utveckling har uppnåtts i de andra större portföljbolagen, som Breadfast och Numan. När det gäller Breadfast, som VNV Global (VNV) investerade i 2021, har dess ARR (annual recurring revenue) ökat 38x sedan investeringen 2021 och uppgår nu till 152 musd. När det gäller Numan uppgår intäkstillväxten till 100% för de senast tolv månaderna och bolaget har även det uppnått en positiv ebitda. I maj ingick VNV avtal med Pango Pay & Co Ltd (Pango Pay) om att avyttra hela innehavet i Gett om en total köpeskilling om 83 musd, motsvarande en rabatt på 11%. Affären beräknas slutföras under andra halvåret.

VNVs substansvärdet uppgick vid utgången av juni till 600,0 (710,2) musd, motsvarande 4,58 (5,54) usd. Det är en minskning med -10% sekventiellt och -17% på årsbasis. Nedgången i substansvärdet beror till största del på att försäljningen av Gett skedde till en värdering som var lägre än vad innehavet var upptaget till vid utgången av det första kvartalet i år. Förutom det, har de noterade jämförelsebolagens aktier handlats ned under kvartalet, vilket haft en negativ inverkan på de intäktsmultiplar som VNV använder i sina värderingsmodeller.

Substansrabatten uppgick till 46%

Sedan hösten 2012 har substansvärdet per aktie (NAVPS) vuxit med i genomsnitt 9% per år, och uppgick vid utgången av kvartalet till 48,61 kronor per aktie. Det motsvarar en substansrabatt om 46% baserat på aktiekursen vid kvartalets utgång, en minskning med nästan 5% jämfört med början av året. I kvartalet har bolaget löst obligationen som förföll 24 juni, vilket gör att kassan per den sista juni uppgår till 14,6 musd plus 2,0 musd i likvida placeringar. När väl Gett-affären godkänns kommer bolaget att ha en nettokassa. Det gör att Analysguiden anser att bolagets finansiella ställning bedöms vara mer än tillräcklig för att stödja nuvarande portföljinnehav under den kommande tolv månadersperioden.

Upprepar motiverat värde om 40,40 kronor

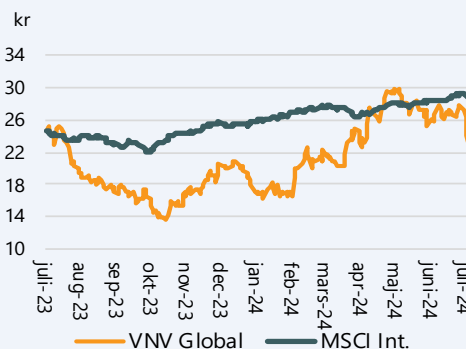
Inriktningen mot onoterade bolag fokuserade på starka nätverks-effekter med inneboende skalbarhet finner Analysguiden särskilt spännande, då det ger en unik möjlighet till att få exponering mot bolag som normalt sett inte är tillgängliga att investera i för småsparare. Bolaget handlas till en omotiverad hög substansrabatt enligt Analysguiden och givet triggen med möjlig börsnotering av BlaBlaCar och att portföljbolagen utvecklas bra anser vi att aktien är köpvärd. Nedgången i substansvärdet tror vi är mer kortsiktig och upprepar därför vårt motiverade värde på 40,40 kr.

VNV Global

Initieringsanalys

Datum	24 juli 2024
Analytiker	Martin Stojilkovic
Basfakta	
Bransch	Investmentbolag
Styrelseordförande	Tom Dinkelspiel
Vd	Per Brilioth
Listning	Nasdaq Stockholm Mid Cap
Ticker	VNV
Aktiekurs	24,86 kr
Antal aktier, milj.	135,8
Börsvärde, mkr	3 376,2
Nettoskuld, mkr	699,8
Företagsvärde (EV), mkr	4 076,1
Motiverat värde	40,40 kr
Nästa rapport	2024-10-29

Kursutveckling senaste året



Källa: Refinitiv

Substansvärde & Nyckeltal, musd

	Q2-2024	Q1-2024
BlaBlaCar	260,4	303,0
Gett	83,0	93,3
Voi	80,0	80,0
HousingAnywhere	45,5	52,6
Numan	37,6	35,5
Övriga scoutinvesteringar	21,2	21,4
Övriga investeringar inkl lån	140,5	147,0
Likviditetshantering	2,0	2,0
Investeringsportfölj	670,3	734,8
Kassa	14,6	45,9
Lån	-81,2	-109,9
Övriga nettofordringar/skulder	-3,6	-4,1
Substansvärde (NAV)	600,1	666,7
NAV/usd	4,58	5,09
NAV/sek	48,61	54,27
Substansrabatt/-premie	46%	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.

Investeringsstes

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 13 exits, där de framgångsrika avyttringarna är Avito, med en IRR på 37% och 34x MoM (Money on Money), Hemnet med en IRR på 50,5% och 8x MoM samt Tinkoff Bank med en IRR på 29% och 8x MoM sticker ut. Det är ett starkt track record som visar på bolagets framgångsrika förvaltningsförmåga.

Omotiverat hög substansrabatt inför nästa cykel









Under 2022 och 2023, när inflationen steg kraftigt och centralbankerna höjde sina styrräntor, minskade riskaptiten för investeringar i onoterade tillväxtbolag. Detta ledde till att värderingarna för dessa bolag föll kraftigt. Bolagets substansvärde, som historiskt haft en rabatt på cirka 15% jämfört med börskursen, har nu sett denna rabatt öka till nästan 50%. Men i takt med stabilisering av det makroekonomiska läget i kombination med sjunkande inflation och styrräntor har riskaptiten börjat återvända. Intresset för tillväxtbolag ökar, särskilt snabbväxande bolag med starka nätverkseffekter, vilket bör leda till att bolagets substansrabatt återgår till sin historiska nivå på omkring 15% över tid.

Notering av det största innehavet ligger i korten

Bolagets största innehav, det franska företaget BlaBlaCar, utgör cirka 40% av investeringsportföljen och har skjutit upp sina tidigare planer på en börsnotering. Men Analysguiden förutspår att detta kan ske om några år. Bolaget har ökat sin omsättning från 130 meur 2019 till 253 meur vid utgången av 2023, vilket motsvarar en årlig tillväxt på 18%. Förutom det har även bolaget blivit lönsamt, inte bara på ebitda-nivå, utan uppnådde ett positivt nettoresultat vid utgången av föregående år. Innehavet i BlaBlaCar värderas idag till 260 musd, och VNVs ägarandel uppgår till 14% efter att ha investerat totalt 204 musd. I väntan på en bättre IPO-marknad säkrade BlaBlaCar i april i år 100 meur i en kreditfacilitet för att kunna fortsätta sin tillväxtresa inklusive förvärv på snabbväxande marknader som Brasilien, Mexiko och Indien.

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

Operationell uppdatering Q2-24

Marknadsvärde (mUSD)	Q2-22	Q3-22	Q4-22	Q1-23	Q2-23	Q3-23	Q4-23	Q1-24	Q2-24	QoQ %	YoY %	Q2-24 portfölj- andel
 BlaBlaCar	91,9	102,6	141,9	206,3	276,4	283,2	277,6	303,0	260,4	-14,1%	-5,8%	38,8%
 Gett	89,5	89,9	126,3	130,7	107,4	92,5	96,3	93,3	83,0	-11,0%	-22,7%	12,4%
 voi.	154,9	140,4	83,7	97,9	90,4	85,3	77,3	80,0	80,0	0,0%	-11,5%	11,9%
 Housing Anywhere	36,5	39,5	39,9	48,6	51,2	50,6	52,8	52,6	45,5	-13,5%	-11,1%	6,8%
 numan	35,2	32,6	31,4	33,8	35,6	32,4	32,4	35,5	37,6	5,9%	5,6%	5,6%
 Breadfast	22,1	22,1	16,7	23,1	23,1	23,1	23,1	24,0	23,1	-3,5%	0,2%	3,5%
 bokadirekt.se	19,7	15,6	15,8	18,5	18,4	22,9	19,0	18,0	16,9	-6,1%	-7,7%	2,5%
 WA SO KO	25,3	15,1	21,1	19,7	19,1	13,4	10,9	13,9	14,2	2,1%	-25,5%	2,1%
Övriga scoutinvesteringar	20,9	21,5	21,0	22,1	22,1	21,3	21,0	21,4	21,2	-1,1%	-4,3%	3,2%
Likvida placeringar	7,2	6,7	7,7	5,6	5,4	2,8	3,0	2,0	2,0	0,9%	-62,5%	0,3%
Övriga investeringar	446,1	265,5	206,5	196,4	180,7	186,5	167,0	91,1	86,3	N/A	N/A	12,9%
Totalt marknadsvärde	949,3	751,5	712,0	802,6	829,6	814,0	780,3	734,8	670,2	-8,8%	-19,2%	111,7%
Likvida medel	70,9	90,1	66,1	61,4	58,3	50,3	42,5	45,9	14,6	-68%	-75%	2,4%
Lån	-167,0	-150,5	-164,3	-165,2	-159,0	-145,0	-152,1	-109,9	-81,2	-26%	-49%	-13,5%
Övriga nettoskulder	-3,9	-0,5	-0,3	-1,4	-3,6	-9,1	-4,4	-4,1	-3,6	-12%	1%	-0,6%
Substansvärde	849,2	690,6	613,4	697,4	725,4	710,2	666,3	666,7	600,0	-10%	-17%	114%

Källa: Bolaget, Analysguiden.

Bolagets nuvarande portfölj består av 30 innehav plus exponering mot ytterligare 32 investeringar via sex VC-fonder och sex aktiva scoutinvesteringar om totalt 20 underliggande innehav. Under kvartalet har portföljbolagen visat på en fortsatt bra utveckling över lag.

Dock har värderingarna av portföljbolagen påverkats negativt av de noterade jämförelsebolagen, som VNV använder i sina värderingsmodeller, handlats ned i kvartalet. Det har lett till lägre intäktsmultiplar. Det syns tydlig för innehaven BlaBlaCar och HousingAnywhere. Även viss valutafluktuation under kvartalet har

haft en negativ påverkan på värderingarna. När det gäller Gett beror nedgången på att köpeskillingen blev cirka 11% lägre än föregående kvartals värdering.

Under de senaste tolv månaderna har det skett en större kapitalanskaffning när Voi i mars tog in 30 musd. I den rundan deltog VNV genom att investera ytterligare 5 musd och passade även på att konvertera den befintliga konvertibeln om 18,7 musd till fler aktier i Voi. Under hösten genomförde VNV även mindre tilläggsinvesteringar i sina scoutinvesteringar om totalt 1,3 musd.

När det gäller avyttringar under samma period ingick VNV i februari avtal med Verdane om avyttring av innehaven i Booksy, Tise, JamesEdition och Carla om totalt 58 musd, varav 52 musd erlades vid tillträde. Några månader senare, i maj, ingicks avtal om avyttring av Gett till Pango Pay för 83 musd, där 70 musd erhålls vid tillträde och resterande sätts in på ett escrow-konto och betalas ut med en tredjedel per år under en treårsperiod.

Utvecklingen i de större bolagen i portföljen

BlaBlaCar – Bolaget avslutade 2023 med intäkter om 253 meur och ett positivt ebitda. Under det andra kvartalet i år har BlaBlaCar ingått avtal om förvärv av turkiska Obilet, den ledande bussmarknadsplatsen i landet. Transaktionen väntas slutföras under det tredje kvartalet och bidrar till lönsam tillväxt och ökad diversifiering för BlaBlaCar.

Gett – Transaktionen beräknas slutföras under andra halvåret i år och väntas bidra till att VNV Global uppnår nettokassa.

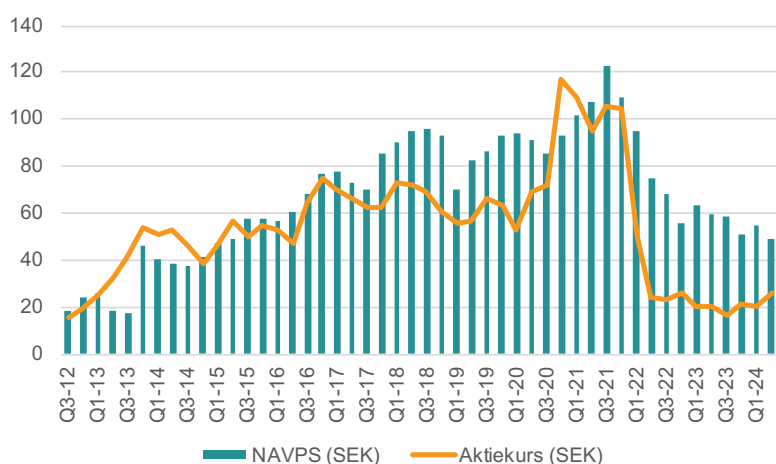
Voi – Under de senaste tolv månaderna (fram till maj i år) har bolaget rapporterat över 30 mkr i positiv justerad ebitda, vilket har lagt grunden för att nå lönsamhet på ebit-nivå på helårsbasis. Det är osäkert om det kan ske redan i år, men sannolikheten är stor att bolaget kommer att vara lönsamma på ebit-nivå 2025. Voi fortsätter också att vinna nya anbud, nu senast i Solent och Antwerpen.

Breadfast – Bolaget är ett egyptiskt quick commerce-bolag fokuserat på hemleverans av dagligvaror. Sedan VNVs investering i Breadfast 2021 har bolagets ARR vuxit 38x och uppgår numera till 152 musd. Trots den exponentiella tillväxten finns det fortfarande en enorm potential. Egypten ensamt är en dagligvarumarknad på 100 miljarder usd (220 miljarder usd med bredare detaljhandel), i vilken Breadfast erbjuder en fantastisk användarupplevelse och även egna mycket populära varumärken. Under 2024 lanserade bolaget tjänsten Breadfast Pay med ett Breadfastkort, som inkluderar kontantinsättningar, uttag och sparprodukter. Fortsätter portföljbolaget att leverera som hittills, kan detta bli riktigt intressant innehav över tid.

I övrigt kan nämnas en kraftig intäkstillväxt (+100%) för brittiska **Numan** under de senaste tolv månaderna (fram till april 2024). Bolaget har också uppnått en positivt ebitda. Svenska **BokaDirekt**, visar på en hög tillväxt (+40%) i intäkterna för de senaste tolv månaderna (Q1 2024). Även i detta fall har bolaget uppnått en positiv cash ebitda.

Substansvärdet uppgick till 48,61 kronor

Sedan hösten 2012 har substansvärdet per aktie vuxit med i snitt 9% per år, från 17,98 kr vid utgången av Q3 2012 till 48,61 kronor vid utgången av Q2 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. Totalt uppgår återköpsmandatet till max 10% av de utestående stamaktierna och Analysguiden tycker att återköp är ett klokt beslut i detta fall, givet den höga substansrabatten.

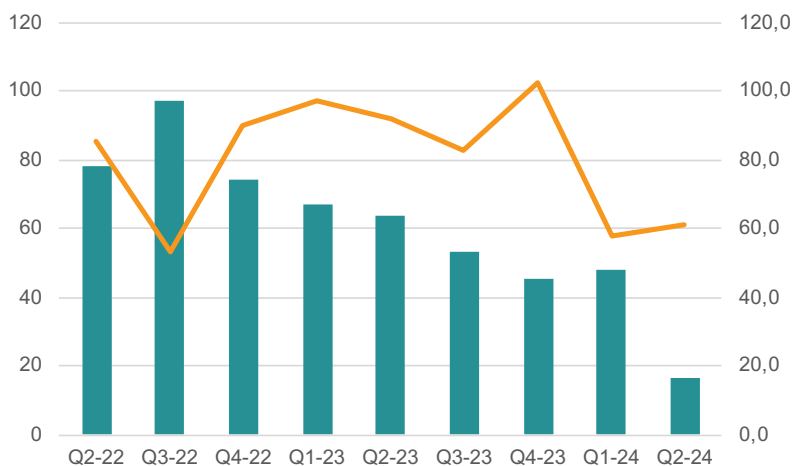


Källa: Bolaget, Analysguiden

Låg skuldsättning och en solid balansräkning

Portföljinnehaven utgör 112% av substansvärdet, varav 0,3% består av likvida placeringar i penningmarknadsfonder. Till det har bolaget ytterligare nästan 2,5% i likvida medel. Bolagets övriga nettoskulder uppgår till -13,5%, vilket gör att nettoskuldssättningsgraden ligger på cirka 10%.

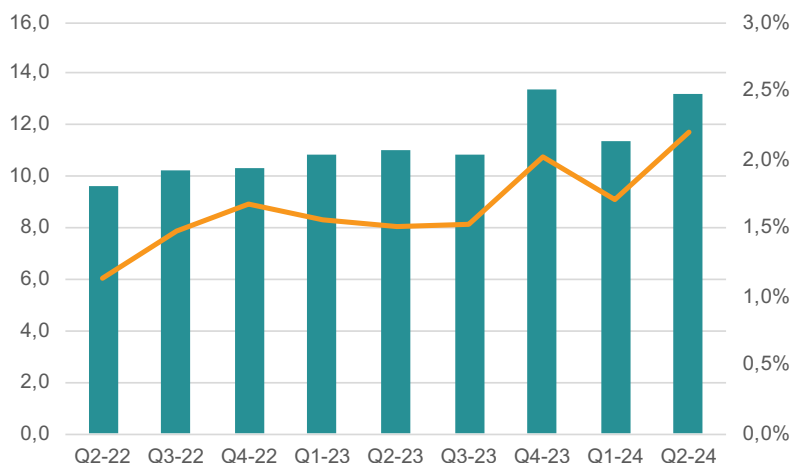
Bolagets bedömning är att den finansiella ställningen vid utgången av det andra kvartalet är god med 16,6 musd i likvida medel inklusive de likvida placeringarna. Till det ska läggas det belopp som kommer att tillfalla bolaget från försäljningen av Gett, vilket gör att bolaget uppnår en nettokassa. Det gör att den kvarvarande obligationen som förfaller under nästa år utan större svårigheter kan återbetalas. Bolaget fortsätter dock sitt arbete med att stärka balansräkningen och fler avyttringar kan tänkas ske framöver.



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 håller sig inom intervallet

Bolagets rörelsekostnader under det andra kvartalet uppgick till 13,2 (11,0) musd på rullande 12 månader. Det motsvarar en förvaltningskostnad om 2,2% (1,5%) av substansvärdet, vilket är något över det historiska intervallet.



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

Vi räknar dock med att framöver kommer rörelsekostnaderna att kunna hålla sig inom intervallet 1,5 – 2,0%, även om de tillfälligt kan svänga mellan kvartalen, vilket gör att de framtida förvaltningskostnaderna fortsatt förväntas vara låga.

Låg värdering i dagsläget

Sedan hösten 2012 har bolagets substanspremie/-rabatt pendlat mellan 139% i premie till 72% i rabatt, med en genomsnittlig substansrabatt om 15%.

Jämför vi med hur andra svenska investmentbolag med liknande inriktning värderas på den svenska börsen är den genomsnittliga substanspremien cirka 8%.

Bolag	Aktiekurs 23 juli 2024	Substans- värde per aktie	Rabatt (neg)/ Premie (pos)
VEF	2,17	4,45	-51%
Kinnevik	89,83	140,13	-36%
Creades	80,05	73,00	10%
Flat Capital	15,76	7,55	109%
Medel			8%

Källa: Analysguiden, bolagens senaste kvartalsrapporter.

Om vi skulle värdera VNV utifrån jämförelsegruppen, skulle det innebära en aktiekurs på 52,40 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 41,27 kronor.

I jämförelsegruppen sticker Flat Capital ut genom att det bolaget värderas till en premie om nästan 110%. Justerat för Flat Capital är den genomsnittliga substansrabatten 26%, vilket är klart lägre än VNVs genomsnittliga substansrabatt.

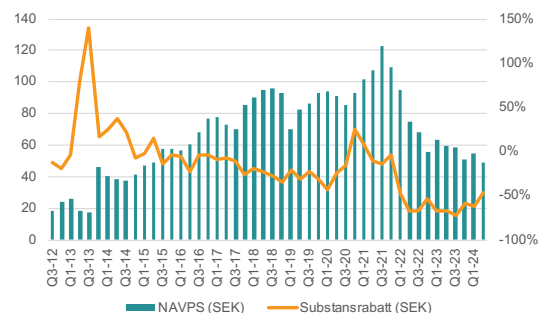
Analysguiden tycker att VNV är ett intressant case för de som vill ha exponering mot snabbväxande private equity-bolag fokuserat på innehav i företag med starka nätverkseffekter och hög skalbarhet. En extra krydda är en framtida börsnotering av BlaBlaCar, som sannolikt skulle synliggöra ytterligare värde. Plus det faktum att bolagsstämman nyligen beslutat om ett återköpsmandat om max 10%, vilket också bör öka intresset för aktien.

Dock sålde VNV innehavet i Gett till en rabatt om 11%, vilket talar för en extra riskpremie bör adderas till bolagets genomsnittliga substansrabatt. En mer rimlig värdering blir då en substansrabatt runt 25%. Men givet att vi tror på fortsatta räntesänkningar, vilket bör driva upp värderingarna för VNVs jämförelsebolag ser vi kvartalets multipelnedgång som mer kortsiktigt. Lägg till att bolaget väntas nå en nettokassa under hösten samt att de underliggande bolagen utvecklas bra, leder sammantaget till att vi inte gör någon justering av vårt motiverade värde från initieringsanalysen den 18 juni i år.

Analysguiden upprepar sitt motiverade värde om 40,40 kronor.

NAVPS har stigit i snitt 9%

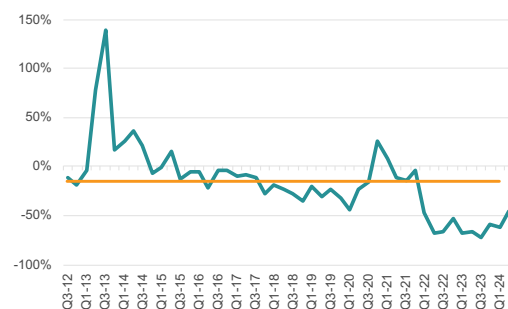
Rapporterat substansvärde per aktie i sek (grön stapel) har utvecklats stabilt uppåt över tid, men har fallit tillbaka sedan 2022 i takt med att räntorna började stiga. Det har också gjort att substansrabatten (orange linje) ökat markant sedan dess, Q3-12 – Q2-24



Källa: Bolaget, Analysguiden

Substansrabatten är fortsatt hög

Substansrabatten har i snitt sedan hösten 2012 legat runt 15%, men från slutet av 2022 har substansrabatten mer än dubblats. Q3-12 – Q2-24.



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.

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 domineras 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. Förutom dessa två är Black Ice Capital och Baillie Gifford stora ägare.

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, %

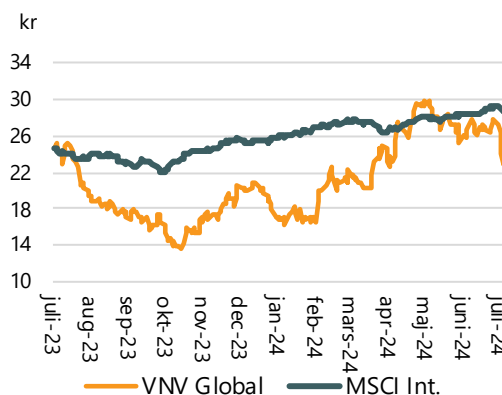
Acacia Partners	19,9%
E. Öhman J:or Aktiebolag	17,7%
Black Ice Capital	5,0%
Avanza Pension	3,6%
Baillie Gifford & Co	2,9%
Nordnet Pensionsförsäkring	1,6%
Quartile Fonder	1,5%
Per Brilioth	1,5%
Handelsbanken Fonder	1,4%
Kavaljer Fonder	1,0%
Övriga	43,9%
Totalt	100,0%

Källa: Bolaget, per 2024-06-29

Aktiens utveckling senaste året

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

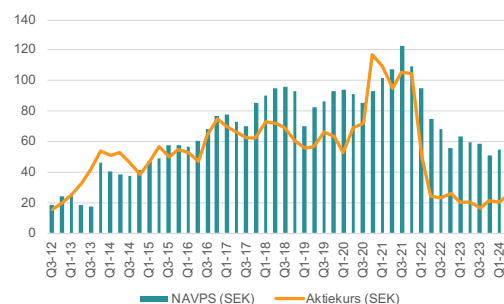
Kursutveckling senaste året



Källa: Analysguiden

Kraftig rabatt mot substansvärdet

Sedan start har aktien i snitt handlats till en rabatt om 15% mot substansvärdet, men i dagsläget är substansrabatten mer än dubbelt så hög, Q3-12 – Q2-24



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 av 30 olika bolag plus exponering mot ytterligare 32 investeringar via sex VC-fonder och sex aktiva scoutinvesteringar om totalt 20 underliggande innehav.

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

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

En fundamental och hållbarhetsfokuserad process

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

Bolagets investeringsprocess vid val av bolag vilar på fyra kriterier:

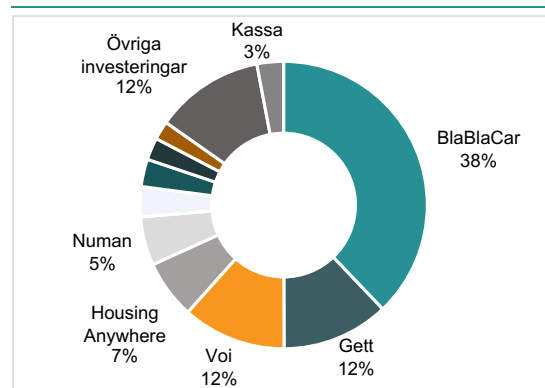
- Nätverkseffekter med potential till att växa intäkter till 1 miljard usd
- Verksamma på en stor marknad
- Starka grundare och team
- Hållbar affärsmodell

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

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

5 innehav står för över 70% av NAV

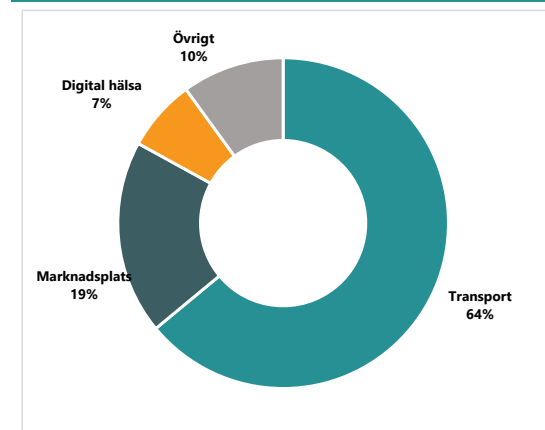
Baserat på estimerat marknadsvärde per 2024-06-30. Under det andra kvartalet har avtal ingåtts gällande försäljning av Gett.



Källa: Bolaget

Transport är den största kategorin

Investeringar i portföljbolag inriktade mot kategorierna transport utgör över 60% av bolagets investeringsportfölj där investeringen i BlaBlaCar är den största, 2024-06-30



Källa: Bolaget

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

- **Transport** – Genom investeringar i innovativa mobilitetsföretag förändras grunden och sättet för hur vi människor förflyttar oss från A till B, men även från städer till städer och i vissa fall också över landsgränser. I många fall sker detta på ett elektrifierat sätt, vilket i sin tur minimerar koldioxidavtrycket.
- **Marknadsplatser** – Digitala marknadsplatser är byggstenar i en cirkulär ekonomi och ett sätt att återanvända och sälja handelsvaror, vilket skapar flera liv för varje produkt. På det sättet strävar dessa plattformar efter en konsumtion som förlänger livscykeln för otaliga produkter, allt ifrån second hand-kläder och begagnade bildelar till matdelning och återvunnen plast.
- **Digital hälsa** – Genom globala och digitala hälsoplattformar görs sjukvården mer tillgänglig och prisvärd. Dessa plattformar innebär även en stegvis förändring av patient- och användar-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 30 innehav i sin investeringsportfölj är det tre bolag som står för över 60% av det bedömda marknadsvärdet. BlaBlaCar, som är det enskilt största innehavet utgör nästan 40% 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, 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