

Investment case

Sileon är en underleverantör till aktörer på den snabbväxande och höglönsamma Buy Now, Pay Later (BNPL) marknaden. Eftersom Sileon är en mjukvaruleverantör och konkurrerar inte med övriga betaltjänstleverantörer som t.ex. Klarna. Internationellt är det de digitala betalsätten, som BNPL och digitala plånböcker, som växer absolut snabbast. Dessa betalsätt kan för leverantörerna vara mycket lönsamma, men själva tillväxten i de båda betalsätten drivs i stor utsträckning av att användarnas ökade vilja att sprida betalningarna.

De som använder BNPL uppskattar betalsättets enkelhet och transparens av avgifter som omgärdar transaktionerna. Användningen av digitala plånböcker drivs till stor del av enkelheten samt den globala digitaliseringstrenden. Vi bedömer att dessa digitala betalsätt kommer att öka sin marknadsandel, i synnerhet på betalkortens bekostnad. Därför vill betalkortslieferantörerna vara med i utvecklingen för att bibehålla sin marknadsandel. Av just den anledningen har Sileon ett avtal med VISA vilka kommer att återförsälja Sileons mjukvara samt delfinansiera utvecklingen.

Kreditgivare system är ofta byggda i äldre it-strukturer vilket försvårar aktörernas egen utveckling av BNPL funktionalitet, och kan därmed inte möta konsumentens efterfrågan. För lenders är det funktionen efter själva betaltillfället som är mest intressant. Genom att addera Sileons BNPL funktionalitet får dessa aktörer möjligheten att tjäna pengar även efter att den initiala transaktionen är slutförd. BNPL är med andra ord uppskattat av både användaren och leverantören.

Bolagsprofil

Sileon är ett techbolag som levererar BNPL funktion via SaaS-modell till lenders på en internationell marknad. Sileons mjukvara möjliggör för lenders att på ett snabbt och kostnadseffektivt sätt erbjuda sina kunder BNPL-tjänster. Plattformen är specialiserad för att hantera stora volymer av BNPL transaktioner samt många olika scenarion och kan snarast liknas vid ett "core banking system" för BNPL. Kunderna kopplar upp sig mot tjänsten via API och kan sedan enkelt skala sitt BNPL erbjudande på och till de marknader de vill expandera inom.

Sileons funktionalitet är byggd för att hantera BNPL transaktioner både före (pre purchase), vid (POS) och efter själva köptillfället (after purchase). Funktionaliteten är inte knuten till ett kort eller betalsätt utan kunden väljer själv när BNPL funktionen ska erbjudas konsumenten. Plattformen är byggd för att vara flexibel vad gäller både olika erbjudanden samt för konsumenten att ändra betalsätt. Konsumenten kan i efterhand enkelt ändra från exempelvis en kortbetalning till en delbetalning eller liknande.

I och med att Sileon är en mjukvaruleverantör av BNPL funktionalitet är det Sileons kunder som tjänar pengarna på kreditutlåningen. Det är alltså Sileons kunder som tar intäkterna och riskerna som följer med krediterna. Majoriteten av intäkterna kommer från fasta återkommande, vi räknar med kvartalsvis, intäkter som kompletteras av en mindre rörlig intäkt, vilken styrs av antalet transaktioner på plattformen.

Metodik

Vår analysmetodik av Sileon bygger på en bedömning av den operativa potentialen, riskerna, finansiella ställning samt historik och meriter. Sileon verkar mot en enorm global marknad med en stark underliggande strukturell tillväxt. Vi ser att Sileon bör växa snabbare än den underliggande marknaden då de erbjuder en unik och skalbar produkt. Eftersom produkten är mjukvara ser vi god potential för höga marginaler framöver. Sammantaget ser vi en stor potential som motiverar rating 4.

Verksamheten är utsatt för olika risker. Vi ser att det runt BNPL marknaden finns en viss regulatorisk risk som omgärdar konsumenters belåning. Eftersom Sileon är en underleverantör är risken indirekt, men kan komma att påverka Sileons intäkter. Vi ser även att det finns viss operationell risk i och med att Sileons produkt är ny i sitt slag, vilket gör det svårt att bedöma efterfrågan. Det är främst den regulatoriska risken som motiverar att vi ser risk på medelnivå, rating 3.

Vi anser att bolagets finansiella ställning är god trots hög belåning i absoluta tal. Delar vi upp skulden i sina delar är ca. 30 mkr hänförligt dagens finansieringsverksamhet, resterande är COVID-19 stöd, lån från storägarna, konvertibelt lån samt leasing och övriga skulder. Justerar vi för främst den operativa belåningen har Sileon nettokassa. Vi anser vidare att en stor del av övrig belåning är till bra villkor och utgör därmed inte ett problem ur ett refinansierings hänseende, vilket motiverar rating 3.

Bolaget genomgår en transformation vilket innebär att historiken i detta fall inte är central i vår analys. Det som lyfter detta kriterium är att det vuxit fram en stabil och aktiv ägarbas vilka driver utvecklingen åt rätt håll, men den historiska utvecklingen motiverar en rating på 2.

Operativ utveckling

Sileon har under kvartalet fortsatt arbeta intensivt med marknadsföring och kundkontakter, utveckling av plattformen samt fastställt priserbjudandet. Marknadsföring sker både online och i fysisk form på mässor och andra liknande bransch-event. Exempelvis inkom Paysome som kund via den digitala marknadsföringen. I slutet av september deltog Sileon som talare på Nordic Fintech Week i Köpenhamn och under Q4 ska de delta på ett liknande event i London. Då säljprocesserna normalt är relativt långa räknar vi med att utfallet av dessa aktiviteter kommer att synas under andra halvan av 2023 i form av ökad kundtillströmning.

Sileon fördjupar succesivt sitt samarbete med VISA genom flera olika avdelningar för att koordinera effektivare sälj, utveckla rätt saker samt för att utforma en gemensam strategi. I VD-ordet flaggade VD, David Larsson, för att parterna sitter i samtal kring ytterligare stöd för utvecklingen av Solutions. När parterna fört samtal med intressenter har det visat sig att i vissa länder är Solutions en nödvändighet för att det ska gå att sälja, trots att kunden är en stor aktör som redan har dessa funktioner.

Priserbjudandet är tills vidare fastställt och följer likt bilden nedan. Avtal skrivs initialt över tre års tid, men där kunden varje år får möjlighet att ändra erbjudande inför kommande år, beroende på kundens framtidsutsikter. Alla erbjudanden består av en fast avgift samt en rörlig avgift, vilken beror på antal transaktioner kunden genomför. Utöver de vanliga paketen ges kunden möjlighet att utöka erbjudandet till en fast kostnad per månad.

En transaktion innebär i detta fall varje händelse då Sileons mjukvara används. En avbetalning på tre månader innebär fyra händelser. Den första vid själva uppläggningsen av transaktionen och sedan en vid varje avbetalningstillfälle, det vill säga fyra enskilda transaktioner. En avbetalningsplan på tolv månader innebär således 13 transaktioner.

Production- and test environment är själva grunden i kundens erbjudande. Om kunden exempelvis erbjuder BNPL genom tre olika varumärken krävs det tre olika environments. Eller om kunden vill bredda sitt erbjudande till en ny valuta krävs det ett nytt environment. Priset för att addera extra environments ökar vid varje steg. Anledningen är att större kunder kräver fler funktioner och moduler och därmed stiger priset.

Sileons erbjudanden				
On demand	Plus	Scale	Volume	Global
€ 0.4 per transaction* + €5000/Month	€0.3 per transaction* + €10 000/Month	€0.22 per transaction* + €20 000/Month	€0.14 per transaction* + €40 000/Month	€ 0.06 per transaction* + €80 000/Month
Recommended at < 50 000 transactions per month (< 10 000 new engagements/month)	Recommended at ~ 125 000 transactions per month (~ 25 000 new engagements/month)	Recommended at ~ 250 000 transactions per month (~ 50 000 new engagements/month)	Recommended at ~500 000 transactions per month (~ 100 000 new engagements/month)	Recommended at > 500 000 transactions per month (> 100 000 new engagements/month)
Production- and test Environment: 1	Production- and test Environment: 1 Additional environment: €2200/month (max 2)	Production- and test Environment: 3 Additional environment: €2800/month (max 2)	Production- and test Environment: 5 Additional environment: €3600/month (max 2)	Production- and test Environment: 7 Additional environment: €3600/month
SLA Bronze Availability: 98.0 % Support Response (prio 1) → Response time: 120 min	SLA Silver Availability: 99.0 % Support Response (prio 1) → Response time: 90 min	SLA Gold Availability: 99.3 % Support Response (prio 1) → Response time: 60 min	SLA Diamond Availability: 99.5% Support Response (prio 1) → Response time: 30 min	SLA Diamond Availability: 99.5% Support Response (prio 1) → Response time: 30 min

Källa: Sileon

On demand-erbjudandet är tänkt för att mer eller mindre vara ett "plug and play"-erbjudande för mindre aktörer som köper tjänsten digitalt. Erbjudandet ska inte ta någon tid från säljkåren och får inte kosta mycket tid i form av långdragen on boarding. När Sileons säljare pratar med kund är det erbjudanden från Plus till Global som de säljer. Kunden får då själv, utifrån dennes egna förväntningar, välja det paket som passar deras tänkta utveckling. En större kund som beräknas genomföra många transaktioner har en högre fastavgift men lägre kostnad per transaktion, och vice versa för mindre kunder.

Om support krävs blir kunderna olika prioriterade beroende på vilket erbjudande kunden valt. Kunder med paket innehållande SLA Diamond har en återkopplingstid upp till 30 min medan SLA Silver har en återkopplingstid på 90 min.

När Sileon rekryterar en ny kund väljer kunden själv vid vilken tidpunkt de vill gå live och från och med det datumet börjar Sileon fakturera den fasta avgiften. Det är sedan upp till kunden, att på sin sida, se till så att det är möjligt att gå live vid vald tidpunkt.

Resultaträkning

	2018	2019	2020	2021	2022e	2023e	2024e	2025e
Nettoomsättning	34	39	28	36	60	94	204	369
Övriga rörelseintäkter	9	13	16	16	37	26	27	29
Totala intäkter	42	52	43	52	97	120	231	398
Kostnad sålda varor	-11	-16	-13	-13	-25	-26	-42	-68
Bruttoresultat	31	36	30	39	72	94	190	331
Totala rörelsekostnader	-49	-53	-59	-64	-80	-100	-153	-220
EBITDA	-17	-17	-28	-25	-7	-6	36	111
EBITDA, justerad	-17	-17	-28	-25	-7	-6	36	111
Totala avskrivningar	-16	-14	-16	-21	-18	-19	-21	-23
EBIT	-34	-31	-44	-47	-25	-25	16	88
EBIT, justerad	-34	-31	-44	-47	-25	-25	16	88
Finansnetto	-3	-7	-6	-3	-3	-2	-4	-5
Resultat före skatt	-37	-38	-50	-49	-28	-27	12	83
Resultat före skatt, justerad	-37	-38	-50	-49	-28	-27	12	83
Total skatt	0	0	0	0	0	-1	-2	-3
Nettoresultat	-37	-38	-50	-49	-28	-29	9	80
Nettoresultat, justerad	-37	-38	-50	-49	-28	-29	9	80

Källa: Sileon, EPB

Kassaflödesanalys

	2018	2019	2020	2021	2022e	2023e	2024e	2025e
EBIT	-34	-31	-44	-47	-25	-25	16	88
Förändringar i rörelsekapital	2	8	3	-4	2	-5	-23	-31
Kassaflöde från den operationella verksamheten	-18	-15	-31	-31	-9	-15	7	72
Investeringar	-16	-12	-16	-13	-19	-25	-27	-31
Fritt kassaflöde	-34	-27	-46	-44	-28	-40	-20	41
Utdelningar	0	0	0	0	0	0	0	-17
Nyemission / återköp	13	38	61	59	70	0	0	0
Förändringar av lån	15	-15	-5	6	10	2	2	2
Övriga poster	-1	-6	-6	-5	-9	-3	-2	-2
Kassaflöde	-7	-10	4	16	44	-40	-20	23
Nettoskuld	41	44	43	54	28	77	105	90

Källa: Sileon, EPB

Balansräkning

	2018	2019	2020	2021	2022e	2023e	2024e	2025e
TILLGÅNGAR								
Övriga immateriella tillgångar	51	52	54	48	51	57	63	71
Materiella anläggningstillgångar	0	7	4	10	8	8	8	9
Summa anläggningstillgångar	52	59	59	58	59	65	72	80
Kundfordringar	1	0	0	2	6	23	47	77
Övriga omsättningstillgångar	73	83	63	102	108	113	141	168
Likvida medel och kortfristiga placeringar	7	0	4	20	63	23	3	26
Summa omsättningstillgångar	81	84	67	124	178	159	190	271
SUMMA TILLGÅNGAR	132	142	126	182	237	224	262	351
EGET KAPITAL OCH SKULDER								
Eget kapital	13	6	14	21	56	27	36	99
Summa eget kapital	13	6	14	21	56	27	36	99
Långfristiga räntebärande skulder	0	7	26	42	40	42	44	46
Summa långfristiga skulder	0	7	26	42	40	42	44	46
Kortfristiga räntebärande skulder	48	37	21	32	51	57	64	69
Leverantörsskulder	2	5	6	4	7	9	18	28
Övriga kortfristiga skulder	70	87	59	83	83	88	100	109
Summa kortfristiga skulder	120	129	86	119	140	154	181	206
SUMMA EGET KAPITAL OCH SKULDER	132	142	126	182	237	224	262	351

Källa: Sileon, EPB

Tillväxt och marginaler

	2018	2019	2020	2021	2022e	2023e	2024e	2025e
Intäktstillväxt	-	22%	N.m.	19%	88%	23%	93%	72%
EBITDA-tillväxt, justerad	-	1%	N.m.	11%	71%	16%	>100%	>100%
EBIT-tillväxt, justerad	-	8%	N.m.	N.m.	47%	N.m.	>100%	>100%
EPS-tillväxt, justerad	-	N.m.	34%	34%	73%	N.m.	>100%	>100%
Bruttomarginal	74,0%	69,3%	70,0%	75,0%	74,6%	78,1%	82,0%	83,0%
EBITDA-marginal	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	15,7%	27,9%
EBITDA-marginal, justerad	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	15,7%	27,9%
EBIT-marginal	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	6,8%	22,2%
EBIT-marginal, justerad	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	6,8%	22,2%
Vinst-marginal, justerad	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	3,9%	20,0%

Källa: Sileon, EPB

Avkastning

	2018	2019	2020	2021	2022e	2023e	2024e	2025e
ROE, justerad	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	29%	>100%
ROCE, justerad	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	12%	49%
ROIC, justerad	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	13%	53%

Källa: Sileon, EPB

Kapitaleffektivitet

	2018	2019	2020	2021	2022e	2023e	2024e	2025e
Kundfordringar / totala intäkter	2%	0%	0%	4%	7%	19%	20%	19%
Leverantörsskulder / KSV	19%	30%	46%	34%	27%	35%	42%	41%
Totala kortfristiga skulder / totala kostnader	>100%	>100%	>100%	>100%	>100%	>100%	>100%	94%
Rörelsekapital / totala intäkter	4%	-17%	-5%	33%	25%	33%	30%	27%
Kapitalomsättningshastighet	0,7x	1,0x	0,7x	0,5x	0,7x	0,9x	1,6x	1,9x

Källa: Sileon, EPB

Finansiell ställning

	2018	2019	2020	2021	2022e	2023e	2024e	2025e
Nettoskuld	41	44	43	54	28	77	105	90
Soliditet	10%	4%	11%	11%	24%	12%	14%	28%
Nettoskulsättningsgrad	3,2x	7,2x	3,1x	2,6x	0,5x	2,8x	2,9x	0,9x
Nettoskuld / EBITDA	-2,3x	-2,5x	-1,5x	-2,2x	-3,8x	-12,5x	2,9x	0,8x

Källa: Sileon, EPB

Aktiedata

	2018	2019	2020	2021	2022e	2023e	2024e	2025e
EPS	-0,10	-6,96	-4,62	-3,05	-0,84	-0,85	0,27	2,36
EPS, justerad	-0,10	-6,96	-4,62	-3,05	-0,84	-0,85	0,27	2,36
FCF per aktie	-0,09	-4,82	-4,33	-2,74	-0,82	-1,18	-0,59	1,20
Utdelning per aktie	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,50
Eget kapital per aktie	0,03	0,81	1,06	1,22	1,65	0,80	1,07	2,93
Antal aktier vid årets slut, m	374	7,52	13,0	16,9	33,8	33,8	33,8	33,8
Antal aktier efter utspädning, snitt	374	5,50	10,7	16,1	33,8	33,8	33,8	33,8

Källa: Sileon, EPB

Värdering

	2018	2019	2020	2021	2022e	2023e	2024e	2025e
P/E, justerad	-334,0x	-4,7x	-2,9x	-2,2x	-4,5x	-4,4x	14,0x	1,6x
P/EK	965,1x	40,4x	12,8x	5,6x	2,3x	4,7x	3,5x	1,3x
P/FCF	-359,5x	-6,8x	-3,1x	-2,5x	-4,6x	-3,2x	-6,3x	3,1x
FCF-yield	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	32%
Direktavkastning	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	13,4%
Utdelningsandel, justerad	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	21,3%
EV/Sales	291,4x	5,6x	5,1x	3,3x	1,6x	1,7x	1,0x	0,5x
EV/EBITDA, justerad	-705,8x	-16,8x	-7,8x	-6,8x	-21,1x	-33,1x	6,4x	1,9x
EV/EBIT, justerad	-362,8x	-9,3x	-5,0x	-3,6x	-6,2x	-8,2x	14,8x	2,4x
EV	12 302	291	219	170	155	204	232	216
Aktiekurs	32,8	32,8	13,6	6,8	3,8	3,8	3,8	3,8

Källa: Sileon, EPB

Disclosure

Denna publikation (nedan "Publikationen") har sammanställts av Erik Penser Bank AB (nedan "Banken") i informationssyfte, för allmän spridning, och är inte avsedd att vara rådgivande. Banken har tillstånd att bedriva bank- och värdepappersverksamhet och står under svenska Finansinspektionens tillsyn. Innehållet har grundats på information från allmänt tillgängliga källor vilka bedömts som tillförlitliga. Sakinnehållets riktighet och fullständighet liksom lämnade prognoser och rekommendationen kan dock aldrig garanteras av Banken.

Som ett steg i utformandet av Publikationen har det analyserade bolaget (nedan "Bolaget") verifierat faktainnehållet i Publikationen. Bolaget kan dock aldrig påverka de delar av Publikationen som innefattar slutsatser eller värderingar.

Åsikter som lämnats i Publikationen är analytikerns egna åsikter vid tillfället för upprättandet av Publikationen och dessa kan ändras. Det lämnas ingen försäkran om att framtida händelser kommer att vara i enlighet med åsikter framförda i Publikationen. Informationen i Publikationen ska inte uppfattas som en uppmaning eller råd att ingå transaktioner. Informationen tar inte heller sikte på enskilda mottagares kunskaper och erfarenheter av placeringar, ekonomiska situation eller investeringsmål. Publikationen utgör därmed inget investeringsråd och ska inte heller uppfattas som sådan. Detta innebär att investeringsbeslut baserat på Publikationen alltid fattas självständigt av investeraren och Banken fransäger sig därmed allt ansvar för eventuell förlust eller direkt/indirekt skada som grundar sig på användandet av denna Publikation. Placeringar i finansiella instrument är förenade med ekonomisk risk då dessa både kan öka och minska i värde. Att en placering historiskt haft en god värdeutveckling är ingen garanti för framtiden.

Motiverat värde och risk

Det motiverade värdet speglar ett värde för aktien per den dag analysen publicerats i ett intervall motsvarande ca 5-10%. Banken använder sig av en rad olika värderingsmodeller för att värdera finansiella instrument såsom till exempel kassaflödesmodeller, multipelvärdering samt styckningskalkyler.

Värderingsmetod och ansats för att bestämma motiverat värde ska framgå av analysen och kan variera från bolag till bolag. Väsentliga antaganden för värderingen baseras på vid var tid tillgänglig marknadsdata och ett enligt oss rimligt scenario för bolagets framtida utveckling. Värderingsmetoden ska läsas tillsammans med riskklassificeringen. Vad gäller riskklassificeringen: klassificeras aktien enligt skalan Hög, Medel, Låg utifrån ett antal kända parametrar som är relevanta för Bolaget. En generell riktlinje för att klassificeras som låg risk är att Bolaget har positivt kassaflöde och att ingen enskild faktor påverkar omsättningen mer än 20%. Motsvarande generella beskrivning av hög risk är att Bolaget inte nått positivt kassaflöde alternativt att en enskild faktor påverkar omsättningen mer än 50%.

För mer detaljerad information om värderingsmodeller klicka [här](#).

Allmänt

Bankens medgivande krävs om hela eller delar av denna Publikation mångfaldigas eller sprids. Publikationen får inte spridas till eller göras tillgänglig för någon fysisk eller juridisk person i USA (med undantag av vad som framgår av Rule 15a – 16, Securities Exchange Act of 1934), Kanada eller något annat land som i lag fastställt begränsningar för spridning och tillgänglighet av innehåll i Publikationen.

Bankens analysavdelning regleras av organisatoriska och administrativa regelverk som inrättats i syfte att förebygga och förhindra intressekonflikter och att säkerställa analytikernas objektivitet och oberoende. För att förebygga intressekonflikter har Banken bl. a. vidtagit åtgärder för att förhindra otillbörlig informationsspridning, även kallade 'Chinese Walls'. Analysavdelningen är därmed fysiskt avskild från Corporate Finance-avdelningen som inte heller får delta i framtagandet eller lämna synpunkter på en publikation. Banken har även interna regler för att hantera eventuella intressekonflikter mellan analytikern, Bolaget och Banken.

Det kan dock, från tid till annan, förekomma att Banken utför uppdrag för ett bolag som är omnämnt i en Publikation. Banken kan bl. a. vara rådgivare eller emissionsinstitut till bolaget eller likviditetsgarant i ett av bolagets värdepapper. Om så är fallet har det angivits i Publikationen. Banken, dess ägare, styrelseledamöter eller anställda kan äga aktier i det analyserade bolaget. Banken har dock utarbetat interna restriktioner för när anställdas handel får ske i ett finansiellt instrument som är föremål för analysen samt utformat interna regler för anställdas egna affärer som gäller för analytiker. Alla anställda i Banken ska redovisa sina innehav i värdepapper samt alla transaktioner. Den analytiker som har utarbetat Publikationen, och andra medverkande som har vetskap om analysens slutsats, får inte för egen räkning handla i berörda finansiella instrument eller med därtill relaterade finansiella instrument.

Banken betalar lön till analytiker som även kan bestå av vinstdelning av Bankens resultat men aldrig knutet till en annan avdelnings ekonomiska resultat.

Den i Publikationen lämnade analysen har utförts i enlighet med villkoren för tjänsten "Penser Access" som Banken utför åt Bolaget. Klicka [här](#) för mer information om tjänsten.

Om annat inte uttryckligen anges i Publikationen uppdateras analysen kvartalsvis samt när Bankens analysavdelning finner att så är påkallat av t.ex. väsentliga förändrade marknadsförutsättningar eller händelser relaterade till det analyserade bolaget eller finansiella instrument.

Banken erhåller ersättning från Bolaget för tjänsten Penser Access.

Erik Penser Bank (publ.)

Apelbergsgatan 27 Box 7405 103 91 STOCKHOLM

tel: +46 8 463 80 00 fax: +46 8 678 80 33 www.penser.se