

Investment case

Sileon är en techleverantör till aktörer på den snabbväxande och höglönsamma BNPL-marknaden ("Buy Now, Pay Later"). Eftersom Sileon är en mjukvaruleverantör konkurrerar de inte med övriga betaltjänstleverantörer som t.ex. Klarna. Internationellt är det de digitala betalsätten, till exempel BNPL och digitala plånböcker, som växer absolut snabbast. Dessa betalsätt kan för leverantörerna vara mycket lönsamma, men tillväxten drivs av slutkonsumenterna som vill ha smidiga och säkra betalsätt.

De som använder BNPL uppskattar betalsättets enkelhet och transparens kring 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 betalkortsleverantörerna 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.

Kreditgivares system är ofta byggda i äldre IT-strukturer, vilket försvårar aktörernas egen utveckling av BNPL-funktionalitet, och kan därmed inte möta slutkonsumentens efterfrågan. För kredit- och långivare är det funktionen efter själva betaltillfället som är mest intressant. Genom att addera Sileons BNPL-funktionalitet får dessa aktörer möjlighet att tjäna pengar även efter att den initiala transaktionen är slutförd. BNPL är med andra ord uppskattat av både användare och leverantör.

Bolagsprofil

Sileon är ett techbolag som levererar BNPL-funktion via SaaS-modell till kreditgivare på en internationell marknad. Sileons mjukvara möjliggör för kreditgivare att på ett snabbt och kostnadseffektivt sätt erbjuda sina kunder BNPL-tjänster. Plattformen är specialiserad för att hantera stora volymer 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 både vad gäller olika erbjudanden och 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 pengar på kreditutlåningen. Det är alltså Sileons kunder som tar intäkterna och riskerna som följer med krediterna. Majoriteten av intäkterna kommer från fasta återkommande intäkter – vi räknar med kvartalsvis – som kompletteras av en mindre rörlig intäkt. Denna styrs av antalet transaktioner på plattformen.

Metodik

Vår analysmetodik av Sileon bygger på en bedömning av den operativa potentialen, riskerna, den finansiella ställningen 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 för tillfället är under press. Den äldre verksamheten har medfört en relativt hög belåning samtidigt som kassaflöden från nya verksamheten har dröjt längre än väntat. Ledningen är medveten om situationen och har vidtagit ett flertal åtgärder för att minska kostnaderna och öka intäkterna. I våra estimat kommer Sileon att klara kassan, men det är inte med mycket marginal. Därav sänker vi ratingen till 1 från tidigare 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. Den historiska utvecklingen motiverar en rating på 2.

Kvartalet i korthet

Sileon har under perioden lanserat flera nya funktioner som ett Trail Account för self-onboarding och Smart BNPL. Då kunderna efterfrågat att testa produkten lanserade Sileon ett testkonto för potentiella kunder som vill få praktisk erfarenhet av produkten. Efter att kunden blivit kvalificerad för ett testkonto kan den använda alla funktioner på BNPL SaaS-plattformen och skapa sig en överblick av produkten.

Smart BNPL är en ny funktionalitetsmodul som låter kunden öka kontrollen över sitt krediterbjudande. Med funktionen kan kunden enkelt aktivera eller inaktivera BNPL för olika kundsegment eller belopp. Funktionen möjliggör också för kreditgivaren att blockera specifika handlare eller industrier. På så vis kan kreditgivaren ta ansvar så att de bara erbjuder kredit till etiskt korrekta inköp. Denna funktion gör BNPL-erbjudandet unikt jämfört med exempelvis ett kreditkort där utgivaren inte alls har samma möjligheter att blockera specifika köp.

Den stora händelsen som startades under perioden, men som slutfördes efter periodens utgång, är den emission som nu har slutförts. Genom emissionen kommer Sileon tillföras ca 27,8 mkr. Vi räknar med att kassaflödet, som utlovat, kommer att förbättras under Q4 för att i linje med de nya finansiella målen bli positivt under mitten av 2024. Enligt våra prognoser, som följer resonemanget ovan, räknar vi med att det inte kommer att krävas ytterligare kapital.

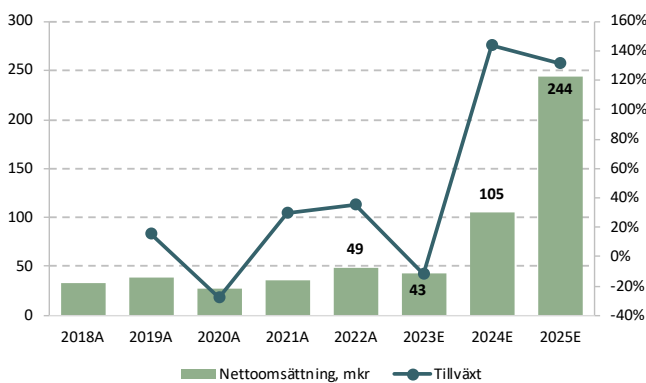
Prognoser och prognosförändringar

Under kvartalet har Sileon justerat delar av sina finansiella mål. Tidigare mål om positivt EBITDA 2023 förskjuts och målet ändras till positivt EBITDA och kassaflöde Q2 2024. Anledningen är att kundernas beslutsprocesser varit längre än vad bolaget tidigare räknat med. Det läggs därmed extra fokus på mindre kunder, som har snabbare beslutsprocesser, än vad som tidigare varit tanken. Bolaget räknar med att teckna kontrakt innan utgången av 2023. Nästa större kund förväntas kontrakteras under H1 2024.

Vi gör inga större förändringar till följd av kvartalets finansiella utveckling. Omsättningstillväxten var något lägre än våra helårsestimat och vi sänker därmed tillväxttakten för innevarande år. Vi behåller mer eller mindre kommande år oförändrade. Under Q4 bör OKQ8-försäljningen öka; under Q2 meddelades att OKQ8 var sena med marknadsföringen för de nya betalsätten och vi har inte sett någon förändring av det än. Dock är den stora vinsten i kontraktet när betalösningarna adderas i OKQ8-appen.

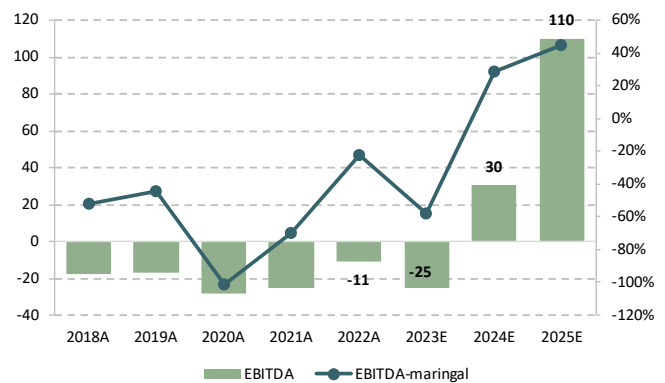
Annars tycker vi att bolaget gör rätt i att minska utvecklingsarbetet för att spara kassa och fortsätta satsa på säljarbetet som tydligt ökat antalet kunddialoger från ett 20-tal till ett 40-tal sedan Q2. Med verksamhetens tydliga skalbarhet är det ökad försäljning som är grunden till den fina utveckling vi ser framför oss.

Tillväxten under 2024 motsvarar 4 intäkterna från 4 större kunder



Källa: EPB, Sileon

Tack vare verksamhetens skalbarhet får omsättningsökningen stor inverkan på marginalen



Källa: EPB, Sileon

Resultaträkning

	2018	2019	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e
Nettoomsättning	34	39	28	36	49	43	105	244
Övriga rörelseintäkter	9	13	16	16	41	36	36	34
Totala intäkter	42	52	43	52	90	80	142	279
Kostnad sålda varor	-11	-16	-13	-13	-18	-16	-16	-30
Bruttoresultat	31	36	30	39	72	64	126	249
Försäljningskostnader	0	0	0	0	0	0	0	-25
Administrationskostnader	-28	-27	-26	-34	-40	-55	-57	-70
Övriga rörelsekostnader	-21	-27	-32	-30	-43	-35	-38	-44
EBITDA	-17	-17	-28	-25	-11	-25	30	110
EBITDA, justerad	-17	-17	-28	-25	-11	-25	30	110
Avskrivningar	-16	-14	-16	-21	-19	-20	-23	-22
EBITA, justerad	-34	-31	-44	-47	-29	-45	8	87
EBIT	-34	-31	-44	-47	-29	-45	8	87
EBIT, justerad	-34	-31	-44	-47	-29	-45	8	87
Finansnetto	-3	-7	-6	-3	-3	-3	-4	-5
Resultat före skatt	-37	-38	-50	-49	-32	-48	4	82
Resultat före skatt, justerad	-37	-38	-50	-49	-32	-48	4	82
Total skatt	0	0	0	0	0	-1	-2	-3
Nettoresultat	-37	-38	-50	-49	-32	-49	2	79
Nettoresultat, justerad	-37	-38	-50	-49	-32	-49	2	79
Intäkstillväxt	-	22%	-16%	19%	75%	-12%	78%	97%
Bruttomarginal	93,1%	92,3%	>100%	>100%	>100%	>100%	>100%	>100%
EBIT-marginal, justerad	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	7,2%	35,7%
EPS, justerad	-0,10	-6,96	-4,62	-3,05	-1,24	-1,33	0,04	2,15
EPS-tillväxt, justerad	-	N.m.	N.m.	N.m.	N.m.	N.m.	N.m.	>100%

Källa: Sileon, EPB

Kassaflödesanalys

	2018	2019	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e
EBIT	-34	-31	-44	-47	-29	-45	8	87
Övriga kassaflödesposter	14	9	10	19	16	17	17	14
Förändringar i rörelsekapital	2	8	3	-4	3	3	-7	-24
Kassaflöde från den operationella verksamheten	-18	-15	-31	-31	-11	-25	17	77
Investeringar i anläggningstillgångar	0	0	0	0	-1	-2	-3	-3
Investeringar i immateriella anläggningstillgångar	-16	-12	-15	-12	-22	-26	-23	-20
Kassaflöde från investeringsverksamhet	-16	-12	-16	-13	-23	-28	-26	-23
Fritt kassaflöde	-34	-27	-46	-44	-34	-54	-9	55
Nyemission / återköp	13	38	61	59	70	28	0	0
Förändring av skulder	15	-15	-5	6	-9	15	2	2
Utdelningar	0	0	0	0	0	0	0	-17
Övriga poster	-1	-6	-6	-5	-9	-3	-3	-3
Kassaflöde från finansieringsverksamhet	27	17	50	60	52	40	-1	-18
Kassaflöde	-7	-10	4	16	19	-14	-10	37
Nettoskuld	41	44	43	54	24	60	77	47

Källa: Sileon, EPB

Balansräkning

	2018	2019	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e
TILLGÅNGAR								
Övriga immateriella tillgångar	51	52	54	48	54	63	66	66
Materiella anläggningstillgångar	0	0	0	0	1	1	1	1
Övriga anläggningstillgångar	0	7	4	10	6	5	5	5
Summa anläggningstillgångar	52	59	59	58	61	69	72	72
Kundfordringar	1	0	0	2	9	9	24	51
Övriga omsättningstillgångar	73	83	63	102	88	36	41	54
Likvida medel och kortfristiga placeringar	7	0	4	20	38	24	14	50
Summa omsättningstillgångar	81	84	67	124	135	69	79	156
SUMMA TILLGÅNGAR	132	142	126	182	196	138	152	228
EGET KAPITAL OCH SKULDER								
Eget kapital	13	6	14	21	52	31	33	95
Summa eget kapital	13	6	14	21	52	31	33	95
Långfristiga räntebärande skulder	0	7	26	42	33	48	50	52
Summa långfristiga skulder	0	7	26	42	33	48	50	52
Kortfristiga räntebärande skulder	48	37	21	32	30	35	41	45
Leverantörsskulder	2	5	6	4	5	5	7	8
Övriga kortfristiga skulder	70	87	59	83	76	19	21	28
Summa kortfristiga skulder	120	129	86	119	111	59	69	82
SUMMA EGET KAPITAL OCH SKULDER	132	142	126	182	196	138	152	228

Källa: Sileon, EPB

Tillväxt och marginaler

	2018	2019	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e
Intäktstillväxt	-	22%	-16%	19%	75%	-12%	78%	97%
EBITDA-tillväxt, justerad	-	N.m.	N.m.	N.m.	N.m.	N.m.	N.m.	>100%
EBIT-tillväxt, justerad	-	N.m.	N.m.	N.m.	N.m.	N.m.	N.m.	>100%
EPS-tillväxt, justerad	-	N.m.	N.m.	N.m.	N.m.	N.m.	N.m.	>100%
Bruttomarginal	93,1%	92,3%	>100%	>100%	>100%	>100%	>100%	>100%
EBITDA-marginal	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	28,8%	44,8%
EBITDA-marginal, justerad	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	28,8%	44,8%
EBIT-marginal	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	7,2%	35,7%
EBIT-marginal, justerad	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	7,2%	35,7%
Vinst-marginal, justerad	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	1,6%	32,3%

Källa: Sileon, EPB

Avkastning

	2018	2019	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e
ROE, justerad	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	5%	>100%
ROCE, justerad	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	8%	56%
ROIC, justerad	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	8%	69%

Källa: Sileon, EPB

Kapitaleffektivitet

	2018	2019	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e
Kundfordringar / totala intäkter	2%	0%	0%	4%	10%	11%	17%	18%
Leverantörsskulder / KSV	19%	30%	46%	34%	29%	31%	45%	28%
Totala kortfristiga skulder / totala kostnader	>100%	>100%	>100%	>100%	>100%	56%	62%	48%
Rörelsekapital / totala intäkter	4%	-17%	-5%	33%	17%	27%	26%	25%
Kapitalomsättningshastighet	0,7x	1,0x	0,7x	0,5x	0,8x	0,7x	1,1x	1,5x

Källa: Sileon, EPB

Finansiell ställning

	2018	2019	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e
Nettoskuld	41	44	43	54	24	60	77	47
Soliditet	10%	4%	11%	11%	27%	22%	21%	41%
Nettoskulsättningsgrad	3,2x	7,2x	3,1x	2,6x	0,5x	1,9x	2,4x	0,5x
Nettoskuld / EBITDA	-2,3x	-2,5x	-1,5x	-2,2x	-2,2x	-2,4x	2,5x	0,4x

Källa: Sileon, EPB

Aktiedata

	2018	2019	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e
EPS	-0,10	-6,96	-4,62	-3,05	-1,24	-1,33	0,04	2,15
EPS, justerad	-0,10	-6,96	-4,62	-3,05	-1,24	-1,33	0,04	2,15
FCF per aktie	-0,09	-4,82	-4,33	-2,74	-1,31	-1,47	-0,24	1,49
Utdelning per aktie	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Eget kapital per aktie	0,03	0,81	1,06	1,22	1,54	0,61	0,64	1,87
Antal aktier vid årets slut, m	374	7,52	13,0	16,9	33,8	50,7	50,7	50,7
Antal aktier efter utspädning, snitt	374	5,50	10,7	16,1	25,8	36,8	36,8	36,8

Källa: Sileon, EPB

Värdering

	2018	2019	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e
P/E, justerad	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	46,9x	1,0x
P/EK	965,1x	40,4x	12,8x	5,6x	2,4x	3,4x	3,3x	1,1x
P/FCF	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	1,4x
FCF-yield	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	71%
Direktavkastning	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Utdelningsandel, justerad	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
EV/Sales	291,4x	5,6x	5,1x	3,3x	1,7x	1,7x	1,0x	0,5x
EV/EBITDA, justerad	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	-5,4x	4,5x	1,2x
EV/EBIT, justerad	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	-3,0x	17,9x	1,6x
EV	12 302	291	219	170	151	136	136	136
Aktiekurs	32,8	32,8	13,6	6,8	3,8	2,1	2,1	2,1

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 frånsäger 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.

Estimat och risk

Penser Future-analyser innehåller ingen riktkurs eller ett motiverat värde, i stället utgår analytikern från fyra olika områden för att bedöma bolaget och belysa de styrkor och svagheter som observerats. De fyra områdena bedöms utifrån följande kriterier - Potential, Risk, Finansiell ställning samt Historik & meriter. Skalan sträcker sig från 1–5 där siffran 5 innebär hög poäng inom respektive område. Exempelvis innebär betyg: 5 på potential att vi ser stor potential i verksamheten medan betyg: 5 för risk innebär att vi bedömer risken som hög.

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 informations spridning, 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 Future" som Banken utför åt Bolaget. Klicka [här för mer information om tjänsten](#) och [här för mer information om hur bedömningsprocessen går till](#).

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 Future.

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