

Northern CapSek Ventures

Uppdragsanalys

2022-05-23



Analytiker

Sebastian Lang
sebastian@stockpicker.se

Axel Stenman
axel@stockpicker.se

Exponering mot noterade och onoterade techbolag

Som ett relativt litet investmentbolag, med fokus på techbolag i ett tidigt skede av sin utveckling, befinner sig Northern CapSek Ventures mitt i stormens öga och kursen har rasat med över 30 procent sedan början av året.

Northern CapSek har för närvarande nio portföljbolag, varav tre innehav är noterade och resterande onoterade. Genom investmentbolaget från Göteborg får man exponering mot en rad olika SaaS-bolag som är verksamma inom allt från energieffektivisering och informationsanalys till betalningssystem och gaming.

Ingått avtal om förvärv

Northern CapSek Ventures presenterade i ett pressmeddelande den 29 april att man ingått avtal om att förvärva Nordic Tech Funds portfölj om 10 techbolag. Det pågående förvärvet kan leda till att CapSek närapå dubblar storleken på sin portfölj.

Nordic Tech Funds investeringsfilosofi påminner i stor utsträckning om CapSeks. Nordic Tech Fund Group (som förvaltar Nordic Tech Fund) är dessutom största ägare i CapSek och inte mindre än fyra innehav hittar man i både Nordic Tech Fund och CapSeks portfölj sedan tidigare.

Värderas under substansvärdet

Substansvärdet per aktie uppgick den 31 mars i år till 2,95 SEK per aktie, vilket kan sättas i relation till aktiekursen på 2,25 SEK per aktie vid tidpunkten för analys. För närvarande handlas alltså aktien till en rätt kraftig rabatt gentemot det redovisade substansvärdet vid periodslut den sista mars. Northern CapSek Ventures definierar substansvärdet som summan av marknadsvärdet (inkl. goodwill) minus skulderna.

ÄGARE	ANTAL AKTIER	KAPITAL	RÖSTER	LAND
Nordic Tech Fund Group AB	1 250 702	11,46 %	11,46 %	Sverige
Avanza Pension	1 174 968	10,77 %	10,77 %	Sverige
Jonas Sjöberg	908 177	8,32 %	8,32 %	Sverige
Lennart Bergström	846 805	7,76 %	7,76 %	Sverige
Swedbank Försäkring	798 976	7,32 %	7,32 %	Sverige

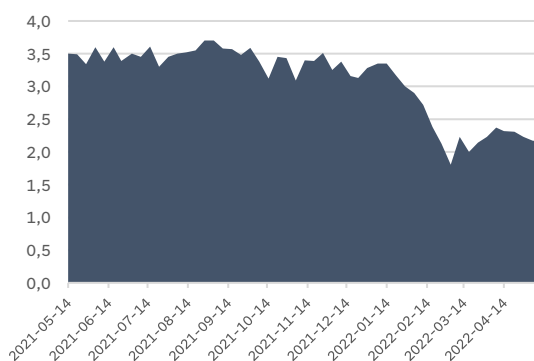
Källa: CapSek Q1/2022

NORTHERN CAPSEK

Ticker	CAPS
Sektor	Finans & Fastighet
Bransch	Investmentbolag
Marknad	Nordic Growth Market, NGM Nordic SME
Senaste rapport	Q1/2022
Aktiekurs	2,25 SEK
Börsvärde	25 MSEK
Free float*	80%
Följande rapport	Q2 17 augusti 2022
Hemsida	www.capsek.se
Datum	2022-05-18

*Källa: Holdings

AVKASTNING	3M	12M
CAPS	-5 %	-34 %



NYCKELDATA

(MSEK)	2020	2021	Q1/2022
Substansvärde (per aktie)*	9,02	3,44	2,95
Resultat	1,0	-23,4	-5,2
Soliditet (%)	98,8	98,6	98,5
Antal portföljbolag	5	9	9

* Substansvärde enligt CapSeks definition per periodslut

Källa: Northern CapSek & Stockpicker

Intressant mix av techbolag

Som ett relativt litet investmentbolag med fokus på teknologiföretag i ett tidigt skede av sin utveckling, befinner sig Northern CapSek mitt i stormens öga och kursen har rasat med över 30 procent sedan början av året.

Den långsiktiga ägaren kan dock glädja sig åt att den underliggande trenden i flera av innehaven pekar åt rätt håll. Bokslutskommunikén för 2021 visade att ledningen kring vd Henrik Jerner gör rätt saker för att bygga en spännande portfölj av bolag som gynnas av diverse megatrender i samhället. Stor fokus riktas till exempel på hållbar energi och energieffektivisering samt digitalisering av olika branscher.

Eftersom CapSek fortfarande bygger upp sin investeringsportfölj och främst agerar på köpsidan gynnas de, allt annat lika, av de lägre värderingarna vi ser just nu.

Hög investeringsvolym

Northern CapSek Ventures hade en mer än dubbelt högre investeringsvolym under 2021 än under 2020. Sammanlagt uppgick investeringarna till 12,6 MSEK, varav fyra investeringar var i helt nya portföljbolag. Dessutom fördjupade bolaget dess samarbeten med andra investeringsaktörer för att utöka pipelinen av nya intressanta objekt. Enligt den verkställande direktören Jerner finns det även flera intressanta techbolag för närvarande där man utvärderar om en eventuell investering kan vara på sin plats.

Sedan de första investeringarna i juni 2018 har avkastningen för innehaven varit negativ och långt ifrån tillfredsställande. CapSek har dock ett uttalat mål om att nå en avkastning på 20 procent årligen satt över en femårsperiod. Eftersom innehaven är illikvida och man tar positioner i bolag i ett tidigt skede, tar det länge innan man kan utvärdera värdeskapandet på ett rättvist sätt.

Stort förvärv

Northern CapSek meddelade den 29 april i år att man ingått avtal om att förvärva Nordic Tech Fund AB:s portfölj om 10 techbolag. Sammantaget uppgår likviden av innehaven i fonden till upp till 21,4 MSEK.

Totalt kan upp till drygt 10 miljoner nya CapSek-aktier komma att emitteras, vilket efter genomförd emission motsvarar ca 48 procent av ägandet i Northern CapSek Ventures.

Portföljbolag	Segment	Ägarandel
Appspotr	SaaS	6,7 %
Hoodin	AI/ML	8,3 %
Noda Intelligent Systems	AI	7,0 %
PubQ	SaaS	9,0 %
Arkimera Robotics	SaaS	6,0 %
Itatake	Gaming	1,0 %
Tölve	ML	2,0 %
Bricknode	SaaS	1,9 %
Glase Fintech	SaaS	3,9 %

Källa: CapSek & Stockpicker

En tech-tung VC-portfölj som lämpar sig endast för den riskvillige

Strategi

Northern CapSek Ventures strategi är att investera i nordiska techbolag. Deras grundidé är att investera i tillväxtbolag med skalbara affärsmodeller som har potential att etablera sig internationellt.

Fokus ligger på nordiska techbolag och i dagsläget består portföljen av aktier i nio aktiva techbolag och sex av dessa är onoterade. Bolaget nämner på sin hemsida att de har en förkärlek för bolag vars drivkraft är digitaliseringen av samhället och investerar i verksamheter inom t.ex. Software as a Service (SaaS), Computer Gaming (dataspel) och AI/Machine Learning (AI/ML).

Målet är att på sikt nå upp till 20-25 portföljbolag, där merparten av bolagen är onoterade, vilket ger investerare i Northern CapSek möjligheten att få exponering mot onoterade bolag i framkant.

Investeringsmodell

CapSek tar främst positioner i tillväxtbolag där affärsmodellen är bevisad, men där bolaget är i behov av expensionskapital på 10-30 MSEK.

Investeringar sker kontant i målbolagens nyemissioner samt genom att förvärva aktier i målbolag från befintliga ägare genom att betala med CapSek-aktier, en så kallad apportemission. Enligt bolagens egen utsaga skapar Northern CapSek Ventures stora nätverk och omfattande samarbeten med etablerade investerare i tidig fas, en unik och kostnadseffektiv process för att hitta nya intressanta bolag.

Northern CapSek Ventures ska vara en långsiktig, engagerad ägare med ett team med lång erfarenhet från att investera i tillväxtbolag. Således kan bolaget bidra med kapital, strategiarbete och inspiration samt vara en katalysator för portföljbolagens expansion och värdetillväxt.

Bolaget har ett avkastningsmål på 20 procent per år som är satt över en femårsperiod.

Hållbarhet

Investeringsbolaget CapSek lyfter fram hållbarhet som en avgörande fråga när de beslutar om de ska engagera sig i ett bolag eller inte. CapSek ser hållbarhet som en förutsättning för en långsiktigt hög tillväxt. Vid utvärdering av nya investeringar har företaget som policy att målbolaget åtminstone ska möta ett av FN:s globala hållbarhetsmål.

Noterad techinvesterare med unik exponering mot nordiska techbolag

Nätverksbaserad modell för värdeskapande

Hållbarhet en avgörande fråga vid utvärdering

Henrik Jerner | VD

Den verkställande direktören i CapSek, Henrik Jerner, har mer än 15 års erfarenhet från direktinvesteringar i bolag i uppstarts- och tillväxtfasen. Under 13 års tid var han involverad i den Sjätte AP-fondens placeringsverksamhet.

Henrik har erfarenhet av sourcing, ägarstyrning, styrelsearbete, finansieringsprocesser och är van att jobba nära bolagens ledningsgrupper. Jerner har en ekonomie magisterexamen från Handelshögskolan vid Göteborgs Universitet och har även erfarenhet från diverse styrelseuppdrag, t.ex. i Apotea.

Jerner tillträdde som VD i Northern CapSek Ventures under år 2020.

CapSeks operativa team består av vd:n Henrik Jerner och CFO:n Robin Komulainen

Robin Komulainen | CFO

Northern CapSeks CFO (Chief Financial Officer) Robin Komulainen har över 10 års erfarenhet från redovisning och värdering i flertalet branscher. Han har tidigare drivit en redovisningsbyrå och gjort konsultuppdrag som CFO hos olika företag.

Utöver att Komulainen är auktoriserad redovisningskonsult har han bland annat styrelseuppdrag i Slottsallén Holding AB och RK Förvaltning AB. Till utbildningen är Robin civilekonom från Linnéuniversitetet i Växjö.

Bertil Fredriksson | Styrelseordförande

Styrelseordföranden i Northern CapSek, Bertil Fredriksson, har över 30 års erfarenhet av styrelsearbete från både noterade och onoterade bolag inom olika branscher. Han har brett kunnande inom strategiarbete, M&A och finansieringsfrågor.

Tidigare var Bertil operativt aktiv i SEB och som vd för ett antal bolag. För närvarande agerar han styrelseordförande i Tylöprint AB, Styrelseresurs AB och Bf Rosen 17.

Till utbildningen är Bertil ekonom från Göteborgs universitet, men är idag stationerad i Stockholm.

Ledningen och styrelsen har bred erfarenhet från finanssektorn

Lennart Bergström | Styrelseledamot

Styrelseledamoten Bergström var med och drev upp Boule Diagnostics som sedermera börsnoterades. Han är även medgrundare i Carmel Pharma AB, som senare förvärvades av Becton Dickinson Inc. Vid tidpunkten för förvärvet hade Carmel Pharma AB 200 anställda och omsatte kring 400 MSEK.

Utöver styrelseplatsen i Northern CapSek är Bergström engagerad i fastighetsprojekt och investeringar i entreprenörsledda företag. Lennart Bergström har erhållit en ekonomexamen från Lunds Universitet.

Anna Nielanger | Styrelseledamot

Nielanger har bakgrund som verksamhetskonsult och IT-revisor hos bland annat Ernst & Young (EY) och KPMG. Styrelseledamoten i Northern CapSek har etablerat och driver Göteborgskontoret för Transcendent Group, som bedriver rådgivning inom Governance, Risk och Compliance.

Nielanger har arbetat med informationssäkerhet, intern styrning och verksamhetsutveckling för såväl teknikintensiva startups som multinationella bolag. Anna har en examen från IT-ekonomprogrammet vid Högskolan i Halmstad.

Hanna Moisander | Styrelseledamot

Moisander är styrelseledamot i Northern CapSek och har en bakgrund som entreprenör, investerare och verksamhetskonsult. Hon driver idag tech Innovationsbyrån Hedy Tech, styrelseutbildningsprogrammet deb och uppstarten av Impact-fonden Maya Impact.

Med lång erfarenhet från styrelseuppdrag och som verksamhetskonsult har hon hjälpt flertalet bolag nå tillväxt och effektivitet inom ett flertal olika branscher.

Peter Wendel | Senior Advisor

Utöver ledningen och styrelsen har Northern CapSek även en Senior Advisor i form av Peter Wendel. Han har lång erfarenhet från entreprenörskap inom mjukvaruutveckling och andra delar av tech-branschen. Under 30 års tid har Wendel varit involverad i att utveckla bolag i roller som innovatör, entreprenör, anställd VD och grundare.

Peter var styrelseordförande i CapSek under 2019-03/2021, varav arbetande ordförande 2020- 03/2021.

Styrelsen består av en ordförande och tre ledamöter

ÄGARE	ANTAL AKTIER	KAPITAL	RÖSTER	LAND	VERIFIERAT
Nordic Tech Fund Group AB	1 250 702	11,46 %	11,46 %	Sverige	2022-03-31
Avanza Pension	1 174 968	10,77 %	10,77 %	Sverige	2022-03-31
Jonas Sjöberg	908 177	8,32 %	8,32 %	Sverige	2022-03-31
Lennart Bergström	846 805	7,76 %	7,76 %	Sverige	2022-03-31
Swedbank Försäkring	798 976	7,32 %	7,32 %	Sverige	2022-03-31
Jan Sjöblom	338 119	3,10 %	3,10 %	Sverige	2022-03-31
Sillbyssan Holding AB	216 000	1,98 %	1,98 %	Sverige	2022-03-31
Futur Pension	201 286	1,84 %	1,84 %	Sverige	2022-03-31
Kehl Invest AB	196 728	1,80 %	1,80 %	Sverige	2022-03-31
Axator Energy AB	196 000	1,80 %	1,80 %	Sverige	2022-03-31

10 största ägarna CAPS (källa: CapSek Q1/2022)

Per den sista mars är Nordic Tech Fund Group, som förvaltar Nordic Tech Fund, den största ägaren i Northern CapSek med drygt 11 procent av kapitalet och rösterna. I Nordic Tech Fund äger förvaltningsbolaget ett mindre aktiekapital, medan resterande del ägs av innehavare av vinstandelsbevis.

Utöver Nordic Tech Fund Group är det endast Avanza Pension som har ett ägande som överstiger 10 procent.

Nordic Tech Fund Group största ägaren i Northern CapSek Ventures

Styrelseledamoten Lennart Bergström återfinns även i ägarlistan med ett innehav som uppgår till närmare åtta procent av kapitalet. Övriga personer som förekommer bland de tio största ägarna är Jonas Sjöberg och Jan Sjöblom.

De resterande bolagen som finns med bland de 10 största ägarna är Swedbank Försäkring, Sillbysson Holding Ab, Futur Pension, Kehl Invest AB och Axator Energy AB.

Under det första kvartalet i år genomförde Northern CapSek Ventures inga nyemissioner. Per den 31 mars 2022 uppgick antalet aktier således till 10 910 930. Samtliga aktier utgörs av samma serie och äger samma rätt till röst och vinst i bolaget.

Antal utestående aktier uppgick till drygt 10,9 miljoner den 31 mars

Eftersom Northern CapSek ingått avtal om att förvärva Nordic Tech Funds portfölj och emittera upptill över 10 miljoner nya CapSek-aktier, kan det ske betydande förändringar i ägarstrukturen inom en snar framtid.

Nedan följer en genomgång av CapSeks samtliga portföljbolag. Ägarandelarna enligt bolagets årsredovisning för räkenskapsperioden 2021.

AppSpotr (ägarandel ca 6,7 procent)

Trögare än vi hoppats på går det för IT-bolaget som tillhandahåller en low code plattform för utveckling av mobila, professionella appar. Nettoomsättningen minskade under 2021 med 23 procent (jämfört med året innan) till 5,5 MSEK samtidigt som rörelseförlusten ökade till -29,3 MSEK (-17,7 MSEK). Därmed kan vi konstatera att verksamhetens upprampningsperiod tar längre än väntat, men det är uppmuntrande att värdet av de fasta och rörliga avtalsintäkterna de kommande 12 månaderna (ARR) trendar uppåt och uppgick till 6,9 MSEK vid slutet av december.

Ledningen jobbar dessutom vidare med affärsutvecklingen och under fjärde kvartalet lanserades självregistrering och onlinebetalning i Appspotr 3 plattformen, vilket anses vara en viktig del för att ta position på den starkt växande marknaden för low code globalt. Kunderna har nu ett större utbud att välja mellan, där de kan välja mellan självservice (ifall de vill bygga appar själv) eller fullservice via Appspotr Studios, för kunder som vill köpa eller hyra färdiga appkoncept.

Bolaget har även lagt grunden för en internationell etableringsstrategi genom förvärvet av ett dotterbolag i Sri Lanka, vilket bl.a. gör det möjligt att utöka utvecklingsresurserna med bibehållna kostnader. Den långsiktiga potentialen framstår fortfarande som intressant, då marknaden för low code-baserade produkter och tjänster fortsätter att växa och många experter tror på gynnsamt förhållanden ett bra tag framöver. Research and Markets räknar t.ex. med att den globala marknadsstorleken för low code verktyg ska växa från 10,3 miljarder USD år 2019 till 187 miljarder år 2030, vilket motsvarar en årlig tillväxttakt på ca 31 procent.

Hoodin (ägarandel ca 8,3 procent)

Bolaget med den molnbaserade SaaS-plattformen, som möjliggör mediabevakning åt företag och organisationer, har kommit ett steg längre när det gäller tillväxttakten. Under 2021 ökade nettoomsättningen med 34 procent till 1,2 MSEK, vilket fortfarande är ganska blygsamt i absoluta tal. Rörelseförlusten minskade följdriktigt endast marginellt, till -8,0 MSEK (-8,2 MSEK).

Noterade innehavet AppSpotr erbjuder en low-code plattform för utveckling av appar

I spåren av pandemin kämpar verksamheten med utdragna ledtider i beslutsfattandet hos potentiella kunder och man jobbar aktivt med att försöka transformera leads i pipelinen till aktiva licenstagare. Lovande är att ledningen har noterat ett ökat intresse från Pharma-branschen för att mer effektivt kunna följa det nya regelverket MDR.

Införandet av MDR innebär att företag inom Medtech måste göra denna bevakning för att kunna förnya eller ansöka om så kallad CE-märkning för sina produkter.

Bolaget bedömer den potentiella marknaden till cirka 30 000 företag och räknar med att tusentals företag sannolikt kommer ha ett behov relativt omgående. Enligt ledningens egen utsaga är användandet av Hoodin upp till 90 procent mer tidseffektivt och ger dessutom Medtech-företagen högre kvalitet än vid manuell bevakning, på grund av mer korrekta urval.

Det som talar för fortsatt bra tillväxt är att pipelinen av potentiella licenser har ökat sekventiellt med cirka 32 procent under det fjärde kvartalet till totalt 1 586 licenser, där slutkunder eller partners har som avsikt att aktivera sin licens någon gång under de kommande 12 månaderna.

Noda Intelligent Systems (ägarandel ca 7,0 procent)

Kanske mest glädjande är utvecklingen inom Noda, en av CapSeks nyare investeringar som utvecklar hållbara AI-baserade lösningar för energi-, automations- och fastighetsbranschen. I slutet av januari meddelade man att man har fortsatt den internationella expansionen genom flera nya projekt, bl.a. ett prestigeprojekt i New York där man är med om att omvandla sex miljoner kvadratmeter till fossilfria fastigheter.

Termiska processer, som Noda fokuserar på, motsvarar 50 procent av den totala energiåtgången i Europa, vilket innebär att det är ett område med stora möjligheter att göra betydande skillnad. Genom bolagets patenterade AI-system leds energin till den plats där den gör störst nytta för att effektivisera energianvändningen. Systemet är flexibelt och kan integreras till existerande IT-system, med möjlighet till global skalbarhet.

Under hösten och vintern har Noda lanserat nya projekt i Kina, Kanada och runt om i Europa, samtidigt som man har utökat närvaron i Sverige. Enligt experter beräknas den globala marknaden för fjärrvärme uppgå till 270 miljarder USD år 2028 och investeringsviljan för energieffektiviserande åtgärder ökar ständigt. Ledningens fokus ligger just nu på att fortsätta växa genom ökade marknadsandelar och att hitta nya samarbetspartners internationellt.

*Hoodin möjliggör mediabevakning
åt företag genom en molnbaserad
SaaS-lösning*

*Noda Intelligent Systems står för
kanske den mest glädjande
utvecklingen*

PubQ (ägarandel ca 9,0 procent)

Under inledningen av år 2022 kom goda nyheter från Fintech-bolaget som nyligen meddelade att man avser flytta delar av verksamheten utomlands för att accelerera utvecklingsarbetet och tydligare kunna positionera sig på marknaden. Målet är att bli bäst på digitala beställningar och onboarding samt att växa organiskt snabbare än konkurrenterna för att på så sätt stå emot konsolideringen av marknaden.

PubQ erbjuder en plattform som underlättar vardagen för restauranger

PubQ:s plattform erbjuder restauranger ett system för bordsbokning, beställningar och betalningar direkt mot restaurangens kassasystem via en applikation eller hemsida som sammankopplar verksamhetens olika delar. Bolaget erbjuder dessutom en white label SaaS-lösning, där restaurangerna får hjälp med allt från grafisk profil till olika lojalitetsprogram som kan förstärka varumärkesidentiteten och kontakten med slutkunderna.

PubQ arbetar idag med 270 restauranger i hela Norden (exklusive Finland) och gynnas av den ökande digitaliseringstrenden i samhället. Restriktionerna under pandemin har lett till färre antal restaurangbesök och därmed även bolagets intäktsmöjligheter, då restaurangerna betalar en transaktionsavgift per beställning via plattformen.

Arkimera Robotics (ägandeandel ca 6,0 procent)

Bolagets befintliga automatiseringstjänst för bokföringsprogram, AzoraOne, fortsätter att växa och bolaget har ingått avtal med en ny partner under 2021. Tjänsten attraherar mer än 250 nya slutanvändare i månaden och lösningen används numera månadsvis av cirka 4 500 företag. Det motsvarar en tillväxt på över 100 procent i årstakt.

Arkimera Robotics tillhandahåller en automatiseringstjänst för bokföringsprogram

Itatake (ägarandel ca 1,0 procent)

Gamingbolaget Itatake har varit del av portföljen sedan snart ett år tillbaka och utvecklar samt marknadsför innovativa "casual games", som har belönats med flera prestigefyllda utmärkelser. Hittills har man lanserat sju olika spel, främst inom genren "casual", men även inom segmentet "hypercasual" och flera nya spel är för närvarande under utveckling. Det senaste casualspelet Gumslinger har hittills nått ca 10 miljoner nedladdningar och har varit nominerat i tre olika klasser i Pocket Gamer Mobile Games Award 2021.

Itatake utvecklar casual- och hypercasual spel

Tölve (ägarandel ca 2,0 procent)

Bolagets CRM-modul effektiviserar prospektering i säljprocessen hos kundföretag och flera viktiga kundavtal är på plats, bland annat ett partneravtal med ett branschledande affärssystem för bemanningsbolag. Tack vare integrationen med marknadsledande CRM-system genereras dessutom en effektiv införsäljning till nya och befintliga kunder.

En viss dämpande effekt har noterats då pandemin har gjort det svårare att nå ut till nya kunder men trenden har vänt sedan återöppningen av samhället. Samtidigt är ett nytt säljteam på plats sedan hösten.

Den 12 maj i år meddelade CapSek via ett pressmeddelande att Tölve, efter två utmanande år, gjort nyrekryteringar för att lyfta försäljningen och laddar för expansion i Skandinavien.

Tölve rekryterar för att lyfta försäljningen och möjliggöra expansion

Bricknode (ägarandel ca 1,9 procent)

SaaS-bolaget som har utvecklat en skalbar mjukvaruplattform för företag i finansbranschen och noterades på First North i november. I samband med noteringen genomförde bolaget en nyemission som tecknades till 215 procent. Kapitalet kommer Bricknode att använda till att accelerera den internationella expansionen och möta den ökade efterfrågan på bolagets mjukvaruplattform.

Bricknode signerade avtal med flera viktiga kunder, från bl.a. Fintech- och banksektorn, under år 2021. Nettointäkterna ökade under den föregående räkenskapsperioden med 33 procent till 15,3 MSEK (2020: 11,5 MSEK).

Bricknode noterades så sent som i november på First North

Glase Fintech (ägarandel ca 3,9 procent)

Glase Fintech är inget aktivt innehav, men äger rättigheterna till en mobil betalningstjänst som möjliggör mobila betalningar i butik samt hantering av digitala kvitton, kampanj-erbjudanden och banköverföringar. Bolagets teknik och dotterbolag såldes emellertid under 2019 till en norsk aktör och i dagsläget är det oklart hur verksamheten ska se ut i framtiden.

Glase Fintech bedriver ingen aktiv verksamhet för närvarande

Sammanfattning

Utöver portföljbolagen vi beskrivit tidigare i denna analys, har Northern CapSek ingått avtal om att förvärva Nordic Tech Fund portfölj på 10 techbolag. Förvärvet kommer att förändra situationen väsentligt för Northern CapSek, vilket vi förklarar mer ingående senare i denna analys.

Om vi ser till techbolagen som idag återfinns i Northern CapSek Ventures portfölj, så har värdeutvecklingen tyvärr varit svag såväl under inledningen av år 2022 som sedan starten i mitten av år 2018. Än kan man dock inte dra särskilt stora slutsatser, eftersom det är svårt att utvärdera värdeskapandet under en så kort tid för den typ av investeringsverksamhet som CapSek bedriver.

Bolagets sex onoterade portföljbolag (Noda, Arkimera, Itatake, PubQ, Glase och Tölve) växer dock på bra enligt den verkställande direktören Henrik Jerner.

Nettoomsättningen för dessa bolag ökade i snitt med omkring 23 procent under den senaste sexmånadersperioden (10/2021-3/2022), jämfört med motsvarande period året innan.

Under de inledande tre månaderna av år 2022 gjorde man endast en tilläggsinvestering i portföljbolaget Tölve på 74 000 SEK.



ARKIMERA



Appspotr



CapSeks portföljbolag (Källa: CapSek)

Northern CapSek meddelade den 29 april att man ingått avtal om att förvärva Nordic Tech Fund AB:s portfölj om 10 techbolag.

Affären

Förvärvet är villkorat av inlösen av vinstandelsbevis i Nordic Tech Fund AB och CapSek förvärvar aktierna i portföljbolagen för cirka 16,8 MSEK. Som ett led i förvärvsprocessen avser CapSek förvärva upp till 51 procent av utestående vinstandelsbevis i Nordic Tech Fund AB till en kurs på 1,05 SEK per andelsbevis. Sammantaget kan det beräknade värdet på affären uppgå till ca 21,4 MSEK och i förhållande till NAV (Net Asset Value), per den 31 mars i år, innebär det en premie på ca 23 procent.

Det är även möjligt att CapSek köper mindre än 51 procent av vinstandelsbevisen, trots en hög accept. Målet är att bolaget ska säkerställa ett möte med innehavare av vinstandelsbevis där man beslutar om förtidsinlösen av fonden.

Eftersom CapSek köper hela portföljen till 11 procents rabatt mot NAV per sista mars samt en andel av vinstandelsbevisen till en premie, så bedömer CapSeks ledning att slutpriset gissningsvis landar kring en premie inom intervallet 0-10 procent.

Totalt kan upp till drygt 10 miljoner nya CapSek-aktier komma att emitteras, vilket efter genomförd emission motsvarar ca 48 procent av ägandet i Northern CapSek Ventures.

Om Nordic Tech Fund

Nordic Tech Fund är en relativt ny riskkapitalfond som investerar i onoterade svenska techbolag. Tanken är att riskkapitalfonden ska hitta bolagen tidigt och hjälpa dem på sin tillväxtresa.

Grunden för bolaget påbörjades redan år 2011 då affärsängelnätverket EkapAIF drog igång, där syftet var att hjälpa unga techbolag att starta sina verksamheter med hjälp av kapital och affärskompetens.

Nordic Tech Fund är en riskkapitalfond som i första hand investerar i onoterade svenska techbolag

CapSek bedömer att premien på slutpriset kan bli 0-10% i förhållande till NAV den 31 mars 2022

Antalet portföljbolag i Nordic Tech Fund är 10

Sedan starten har EkapAIF investerat i 22 bolag, där några innehav sålts, andra börsnoterats och ett antal avvecklats. Enligt Nordic Tech Funds hemsida har den genomsnittliga innehavstiden varit ca fem år och avkastningen har uppgått till drygt 15 procent årligen på den totala portföljen.

Under 2021 genomfördes en rad genomgripande förändringar av verksamheten i syfte att transformera organisationen till en större fondstruktur. EkapAIF AB bytte då namn till Nordic Tech Fund Group AB och man startade upp det underliggande fondbolaget Nordic Tech Fund AB. I samband med dessa förändringar skedde även en del nyrekryteringar till såväl det operativa arbetet som styrelsen.

Investeringsfilosofi

Nordic Tech Fund är en nischad teknikfond med inriktning på onoterade svenska techbolag i tidiga skeden. Detta ger investerare i fonden möjlighet att komma åt spännande teknikbolag innan de blir kända för allmänheten och både storleken och värderingen vuxit till sig.

På motsvarande sätt som Northern CapSek Ventures, lyfter även Nordic Tech Fund fram vikten av tillgång till kapital, ett omfattande nätverk samt erfarenhet och kunskap för att kunna ta ett bolag vidare i sin tillväxtresa.

Bolagen

Nordic Tech Fund och Northern CapSek Ventures har redan sedan tidigare gemensamma intressen. Båda bolagen har nämligen ägande i bolagen Appspotr, PubQ, Hoodin och Itatake.

Utöver det har Nordic Tech Fund positioner i E-Go, Talkmatic, Zesec, Klash, Validicity och aimedtech. Det är alltså en salig blandning teknikbolag från flera olika intressanta segment.

Investeringsfilosofin i Nordic Tech Fund påminner om Northern CapSeks

I och med förvärvet kan CapSek addera sex nya bolag till portföljen och öka engagemanget i fyra befintliga bolag

Sammanfattning

Att Northern CapSek Ventures väljer att förvärva Nordic Tech Funds portfölj om 10 techbolag känns inte som någon större överraskning. Bägge bolagen har i stor utsträckning en liknande investeringsmodell, där fokus ligger på svenska techbolag i tidiga skeden.

Dessutom har bolagen en del gemensamma intressen. Trots att både CapSek och Nordic Tech Fund har under ett dussin portföljbolag på var, är fyra av dessa gemensamma. Nordic Tech Fund Group, som förvaltar Nordic Tech Fund, är även den största ägaren i Northern CapSek Ventures sedan tidigare.

För CapSek handlar det om en betydande affär, där likviden av innehaven i Nordic Tech Fund är upp till 21,4 MSEK och över 10 miljoner nya CapSek-aktier kan komma att emitteras. Detta kan sättas i relation till CapSeks börsvärde på ca 25 MSEK. Om Northern CapSek däremot köper en lägre andel av vinstbevisen i steg ett, blir likviden naturligtvis lägre.

Förvärvet innebär att CapSek blir nya andelsägare i ytterligare sex växande techbolag och att antalet innehav ökar till 15. CapSek ser t.ex. Klash som ett intressant SaaS-bolag inom media, där ägandet efter förvärvet kan uppgå till ca 25 procent.

Enligt CapSeks pressmeddelande från den 19 maj, ägnar sig vd:n Jerner nu aktivt åt att träffa ledningen för de bolag som de planerar att förvärva från Nordic Tech Fund.

I och med förvärvet kan CapSek ta ett jättekälv mot målsättningen på 25 portföljbolag

Nordic Tech Fund portföljbolag	Segment	Ingår i CapSeks portfölj (innan förvärv)
E-Go	Gaming	X
Talkamatic	AI/ML	X
Itatake	Gaming	✓
Zesec	IoT	X
Appspotr	SaaS	✓
Klash	SaaS/Media	X
PubQ	SaaS	✓
Hoodin	AI/ML	✓
Validity	Block Chain	X
aimedtech	AI	X

Källa: Nordic Tech Fund, CapSek & Stockpicker

Substansvärde

Till följd av den mycket svaga kursutvecklingen av de noterade innehaven AppSpotr och Hoodin har även substansvärdet i CapSek sjunkit kraftigt och uppgick till 2,95 SEK per aktie vid slutet av mars. Vid samma tidpunkt ifjol uppgick substansvärdet till 5,48 SEK per aktie, vilket berättar en del om innehavens svaga värdeutveckling.

Både Appspotr och Bricknode har rasat med över 40 procent i år. Hoodin är upp några procent under 2022, men om vi drar ut tidsspannet till 12 månader har aktiekursen fallit med närmare 60 procent. Detta är givetvis bekymmersamt eftersom de tre noterade innehaven står för drygt hälften av det samlade marknadsvärdet.

Finansiell ställning

Glädjande är att den finansiella ställningen fortsatt är relativt bra och vid slutet av mars hade man likvida medel på 6,1 MSEK på balansräkningen samt en soliditet som uppgick till 98,5 procent.

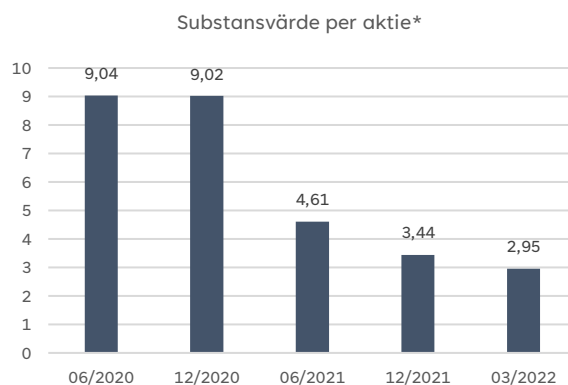
Senaste tillskottet till kassan (om cirka fem miljoner kronor) kom i november, genom nyttjande av teckningsoptioner. För större investeringar i befintliga och nya innehav kommer man dock behöva be ägarna om ytterligare kapitalskott. I maj stundar ett optionsförfall som skulle kunna ge ett välkommet bidrag till kassan.

Som tidigare nämnt, har CapSek dock ingått avtal om att förvärva Nordic Tech Fund AB:s portfölj om 10 techbolag, vilket förstås kan komma att ha en stor inverkan på bolagets finanser.

Utveckling

Innehavens utveckling under de senare åren har varit svag, vilket även syns i CapSeks resultat. Som tidigare nämnts, är historiken kort och i den här typen av VC-verksamhet krävs det tid för att kunna utvärdera värdeskapandet.

Man kan dock inte sticka under stolen med att innehavens utveckling hittills varit klart under förväntan. Per den sista december 2021 var värdeutvecklingen i portföljen -21 procent per år (före kostnader), sedan de initiala investeringarna år 2018.



*Substansvärde definierar CapSek som summan av marknadsvärdet av tillgångarna inklusive goodwill minus skulderna. Värdet avser vid respektive periodslut (källa: CapSek)

Den sista mars 2022 uppgick bolagets kassa till 6,1 MSEK

Svag värdeutveckling i portföljbolagen sedan start 2018

Resultat

Under Q1/2022 redovisade CapSek ett negativt resultat på ca -5,2 MSEK, främst drivet av kursnedgångar i de noterade innehaven. Under perioden januari-mars hade portföljvärdet sjunkit med ca 3,3 MSEK, vilket motsvarar en nedgång på kring 17 procent sedan årsskiftet.

Under 2019 och 2020 redovisade man ett positivt resultat efter finansiella poster på ca 1,2 respektive 1,0 MSEK. Efter att bolaget mer än fördubblat sin investeringsvolym under 2021, svängde trenden och CapSek registrerade en förlust efter finansiella poster på närmare 23,4 MSEK föregående räkenskapsperiod.

En del av värdeförändringarna kan förmodligen hänföras till ett svagare börsklimat för tech- och tillväxtbolag, drivet av den geopolitiska oron, högre inflation samt en förväntan om högre räntenivåer.

Innehavens värdering

För CapSeks del kan värderingsfluktuationer anses vara av mindre vikt, eftersom bolaget är en långsiktig ägare och inte har något tidsspänn för när innehav ska avyttras. Däremot är den underliggande utvecklingen i innehaven förstas av högsta vikt.

Under Q1/2022 skrev man ner värderingen på de noterade portföljbolagen med ca 2,5 MSEK och de onoterade innehaven med 0,8 MSEK.

En svagare konjunktur i kombination med ett lägre aktiepris kan även försvåra tillgången till nytt kapital, vilket i värsta fall kan ställa till problem för CapSek när nya investeringar ska finansieras.

Flerårsöversikt

(TSEK)	2019	2020	2021	Q1/2022
Omsättning	219	102	132	7
Resultat efter finansiella poster	1 231	1 044	-23 395	-5 244
Balansomslutning	30 699	42 194	38 091	32 615
Soliditet (%)	94,7	98,8	98,6	98,5

Källa: CapSek

(TSEK)	Ägarandel 03/2022	Marknadsvärde 03/2022	Portföljandel 03/2022
Appspotr*	6,67 %	3 455	19,9 %
Hoodin	8,33 %	1 792	10,3 %
Bricknode Holding	1,86 %	2 156	12,3 %
Övriga innehav		9 994	57,4 %
Totalt		17 397	100 %

*Under 2020 lånade CapSek ut 700 000 aktier i Appspotr till Mangold Fondkommission

Källa: CapSek & Stockpicker

En svag konjunktur i kombination med ett lägre aktiepris kan försvåra finansiering av nya investeringar

Nedan följer ett axplock av investmentbolag som är noterade på den svenska marknaden. Som utläsas kan av tabellen, varierar rabatten mot substansvärdet kraftigt mellan investmentbolagen och en del av dem handlas från tid till annan med en premie.

Generellt har de större investmentbolagen, med vinstdrivande mer etablerade innehav, en lägre rabatt gentemot substansvärdet. Det är förstås logiskt, då små icke-vinstdrivande innehav förknippas med högre risk. Insynen i de onoterade innehaven kan ibland vara låg och lägre tillgång till information kan förstås föranleda en lägre värdering. Det är även sannolikt att de aviserade räntehöjningarna och den stramare penningpolitiken kan sätta sina spår i värderingsmultiplerna för risktillgångar i allmänhet.

Northern CapSek handlas för närvarande till en rabatt om ca 24 procent gentemot det redovisade substansvärdet vid periodslut Q1/2022. Sedan den 31 mars har det största portföljbolaget Appspotrs aktiekurs rasat med ytterligare drygt 20 procent, medan innehavet Hoodins aktiekurs stigit med kring 20 procent. Även det noterade innehavet Bricknode Holding har sedan början på april haft en positiv utveckling. Under det inledande kvartalet av år 2022 skrev Northern CapSek Ventures ner värderingen på de onoterade innehaven med ca 0,8 MSEK, men ifall omvärderingar skett därefter är förstås svårt att veta.

Notera att investmentbolagen i tabellen nedan är avsevärt mycket större än Northern CapSek och att siffrorna inte har kontrollerats.

CapSek handlas till 24 procents rabatt i förhållande till det redovisade substansvärdet vid periodslut Q1/2022

Bolag	Ticker	Utveckling 3M	Rapport	Börsvärde (MSEK)	Substansvärde (per aktie)	Aktiekurs	Rabatt (%)
Traction	TRAC B	1 %	Q1/2022	4 032	285	252	-12 %
Flat Capital	FLAT B	-40 %	Q1/2022	462	12,16	14,49	19 %
Kinnevik	KINV B	-25 %	Q1/2022	45 599	244	177	-28 %
Svolder B	SVOL B	-3 %	Q2/2022	6 228	58	60,5	4 %
Northern CapSek	CAPS	-5 %	Q1/2022	25	2,95	2,25	-24 %

Källa: Börnsdata 2022-05-18 (siffror ej kontrollerade)



STYRKOR

- Investerar i framtida tekniksektorer
- Hög uppsida i flera innehav
(till följd av portföljbolagens storlek och bransch)
- Portföljbolaget Nodas utveckling
- Tillväxten i de onoterade innehaven
- Portföljbolagens skalbara affärsmodeller



SVAGHETER

- Verksamhetsmodellen kräver tillgång till kapital
- Portföljbolagen inte vinstdrivande
(och kan behöva finansiering länge)
- Svag historisk värdeutveckling i portföljbolagen
- Appspotr och Hoodin stor andel av den totala portföljen
- Svårt att värdera innehaven
(framförallt de onoterade portföljbolagen)



MÖJLIGHETER

- Lyckat förvärv av Nordic Tech Funds portföljbolag
- Dolda värden i något av de onoterade innehaven
- Nya förvärv till attraktiva värderingar
(generellt sett lägre värderingar nu än tidigare)



HOT

- Svagare konjunktur
- Fortsatt negativa omvärderingar av portföljbolagen
- Småbolagsrisk
(t.ex. att viktiga nyckelpersoner lämnar bolagen)
- Utspädning
- Svårighet att finansiera nya förvärv



NYHETER (sedan 1 januari 2022)

- 2022-05-19 Förvärv av Nordic Tech Funds portfölj ett språng mot CapSeks mål om 25 bolag
- 2022-05-18 Portföljbolaget Itatake satsar brett med unik spets på snabbväxande spelmarknad
- 2022-05-16 Delårsrapport 1 januari – 31 mars 2022
- 2022-05-13 Northern CapSek Ventures AB inleder beräkningsperiod för teckningsoptioners utnyttjandekurs
- 2022-05-12 Northern CapSek Ventures portföljbolag Tölve laddar för expansion i Skandinavien
- 2022-05-11 Digital informationsträff med CapSek måndag 16 maj
- 2022-05-09 Digital informationsträff med CapSeks portföljbolag Itatake
- 2022-05-03 Digital informationsträff med CapSeks portföljbolag Tölve
- 2022-04-29 Northern CapSek Ventures har ingått avtal att förvärva Nordic Tech Funds portfölj om 10 techbolag
- 2022-04-21 Kommuniké från årsstämma i Northern CapSek Ventures AB
- 2022-04-11 Ändringar i CapSeks styrelse. Bertil Fredriksson och Hanna Moisander föreslås till CapSeks styrelse
- 2022-03-24 Snittillväxt på 25 procent för CapSeks portföljbolag under 2021
- 2022-03-23 Kallelse till årsstämma i Northern CapSek Ventures AB
- 2022-03-21 CapSek publicerar årsredovisning
- 2022-03-14 Betydande pipeline redo att omsättas under 2022 för CapSeks Hoodin
- 2022-03-07 Digital informationsträff med CapSeks portföljbolag Hoodin, möt Hoodins VD Marcus Emne
- 2022-03-07 CapSeks NODA fortsätter sin uppskalning med partnerskap internationellt
- 2022-03-02 CapSeks portföljbolag Appspotr siktar på ökad kommersiell aktivitet 2022
- 2022-02-28 Digital informationsträff med CapSeks onoterade portföljbolag Noda, möt Nodas VD Christian Johansson
- 2022-02-28 Stockpicker intervjuar CapSek
- 2022-02-23 Stockpicker släpper analys av Northern CapSek Ventures AB
- 2022-02-22 Bokslutskommuniké räkenskapsåret 1 januari – 31 december 2021 samt delårsrapport
- 2022-02-21 Digital informationsträff med CapSeks VD Henrik Jerner
- 2022-02-21 CapSeks PubQ vänder blicken utomlands
- 2022-02-14 Digital informationsträff med CapSeks portföljbolag Appspotr, möt Appspotrs VD Patric Bottne
- 2022-01-31 Prestigeprojekt i New York sätter CapSeks NODA på kartan
- 2022-01-27 CapSek bjuder in långsiktiga investerare att medinvestera i valda portföljinnehav
- 2022-01-25 CapSek presenterar Digitala Aktiekvällen 31 januari
- 2022-01-11 CapSeks valberedning utsedd

Källa: MFN & Stockpicker



Om oss

Stockpicker grundades år 1997 som ett medieföretag och försåg svenska privatinvestorer med den digitala aktietidningen Newsletter. Nyhetsbrevets fokus var, och är fortfarande, att förse sina läsare med aktieanalyser, krönikor, topplistor och intressanta case. Sedan start har Stockpicker utökat sitt erbjudande till privata investerare och börsbolag. Idag tillhandahåller Stockpicker sex olika nyhetsbrev via e-post, till en publik på långt över 50 000 läsare. B2B-erbjudandet har utvecklats från marknadsföring av emissioner och börsintroduktioner, till ett komplett utbud av tjänster för små- och medelstora noterade företag. En viktig del av en rättvis värdering av ett börsnoterat bolag är stödet av uppdragsanalys. Eftersom Stockpicker har lång erfarenhet av företagsanalys och ett team av välutbildade analytiker är tjänsterna mycket uppskattade bland våra börsnoterade kunder.

Disclaimer

Detta material har sammanställts av Stockpicker i informationssyfte och ska inte ses som rådgivning. Denna analys har Stockpicker erhållit betalning för. Stockpicker gör från tid till annan analyser och andra

publikationer på uppdrag och mot ersättning från det analyserade bolaget. Innehållet har grundats på information från allmänt tillgängliga källor, vilka bedömts vara tillförlitliga. Sakinnehållets riktighet och fullständighet, liksom lämnade prognoser och rekommendationen kan inte garanteras och det kan förekomma felaktigheter. Stockpicker lämnar inte i förväg ut slutsatser eller omdömen i materialet. Åsikter som lämnats i materialet är analytikerns åsikter vid tillfället för upprättandet av materialet och dessa kan ändras.

Det lämnas ingen försäkran om att framtida händelser kommer vara i enlighet med åsikter framförda i materialet. Stockpicker fransäger sig allt ansvar för direkt eller indirekt skada som kan grunda sig på detta material. Placeringar i finansiella instrument är förenade med ekonomisk risk och att en placering historiskt haft en god värdeutveckling är ingen garanti för framtida avkastning. Stockpicker fransäger sig därmed allt ansvar för eventuell förlust eller skada av vad slag det må vara som grundar sig på användandet av materialet.

Kontaktuppgifter:

Adress: Strandvägen 7 A , 114 56 Stockholm
 E-post: staff@stockpicker.se
 Telefon: +46 (0)8-662 06 69
 Webbsida: www.stockpicker.se