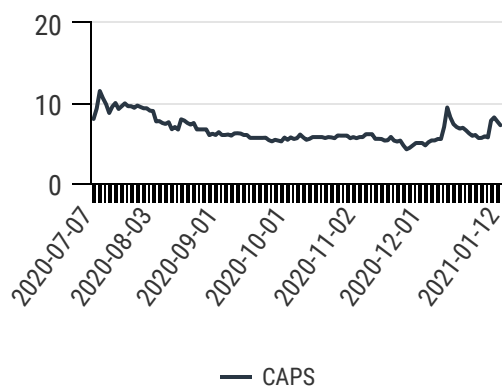


INFO

| | |
|---------------|---|
| Ticker | CAPS |
| ISIN | SE0014452942 |
| Aktiekurs | 7,5 |
| Börsvärde | 35,5 MSEK |
| Webb | https://www.capsek.se |
| Nästa rapport | 2021-02-26 |

Kursutveckling



STÖRSTA ÄGARNA

Kapital

| | |
|-----------------------|--------|
| Ekapaif AB | 35,36% |
| Jonas Sjöberg | 10,39% |
| Lennart Bergström | 4,96% |
| Avanza Pension | 4,69% |
| Jan Sjöblom | 4,37% |
| Dan Renholm | 3,71% |
| Axator Energy AB | 2,77% |
| Anton Westbergh | 2,09% |
| Sillbyssan Holding AB | 2,04% |

Källa: Holdings

Northern CapSek Ventures – På jakt efter nästa unicorn

Sverige har en lång historik av framgångsrika start-ups, och bolag som Skype, Spotify och Minecraft är bara några av exemplen som har nått stort globalt genombrott. Start-ups har en viktig roll i samhället för att skapa innovation och tillväxt, inte minst inom teknologisektorn som har drivit på digitaliseringen under de senaste åren.

Vanliga finansieringskällor under den kapitalintensiva uppstarts- och expansionsfasen är affärsänglar och/eller Venture Capital (VC) fonder. För gemene man kan det vara svårt att hoppa på tåget, då man behöver stora belopp för att köpa in sig i en VC-fond. Sedan juli 2020 finns det dock ett smidigt sätt att exponera sig mot denna intressanta tillgångsklass, då Northern CapSek Ventures tog steget till börsen.

CapSek är ett investmentbolag baserat i Göteborg som fokuserar helt på att investera i både onoterade och noterade portföljbolag inom tech-sektorn. Strategin är att investera i bolag som har nått en viss mognadsgrad med en bevisad affärsmodell. Klassiska tecken att målbolagets affärsmodell fungerar är till exempel ökningstakten på omsättning, antalet återkommande kunder samt viktiga kund- eller samarbetsavtal.

Letar investeringar inom SaaS, IoT, Gaming och AI

Av ytterst vikt för en investering från CapSeks sida är att målbolagen har en skalbar affärsmodell och är verksamma på en stor global marknad som växer snabbt. Det tror man sig hitta framförallt inom områden såsom Software as a Service (SaaS), Internet of Things (IoT), Gaming och Artificiell intelligens/ Machine Learning (AI/ML).

Storleksmässigt siktar CapSek på bolag som vill ta in expansionskapital i en så kallad A-runda, där kapitalbehov är mellan 10-30 Mkr. En A-runda är ett tillväxtbolags första större kapitalanskaffning och siktar främst på att vidareutveckla en befintlig produkt eller tjänst samt att accelerera expansionstakten.

Ytterligare en del av strategin är att CapSek ska äga maximalt 30% av kapitalet i målbolaget för att säkerställa att det finns andra utomstående ägare med ett kapitalintresse. En naturlig del av målbolagens utveckling är behovet av tilläggsinvesteringar under resans gång, vilket man utvärderar löpande baserat på operativa milstolpar. Som aktiv ägare vill man dock inte enbart bidra med kapital, utan även med strategiarbete och eventuell styrelserepresentation.



Som aktiv ägare vill man dock inte enbart bidra med kapital, utan även med strategiarbete och eventuell styrelserepresentation

I själva gallringsprocessen har man valt att fokusera på regionerna kring Göteborg och Malmö, då man ser en tydlig lägre konkurrens från VC-fonder, samtidigt som regionerna har flera intressant start-up cluster. Dessutom har man etablerat lokala nätverk av viktiga samarbetspartners, dvs andra etablerade investeringsaktörer såsom Almi, Softhouse Invest, EkapAif mm. Genom dessa investeringsplattformar får man information om potentiella målbolag, samt möjligheten att få syndikeringspartner vid en eventuell investering. Givet CapSeks personalsnåla organisation är det ett kostnadseffektivt sätt att hitta kvalitetssäkrade objekt.

Erfaren ledning med bra track record

I ett litet investmentbolag är det extra viktigt med kunnig ledning. Den dagliga verksamheten sköts framförallt av vd Henrik Jerner som har mer än 15 års erfarenhet av investeringar främst på sjätte AP-fonden, där han bland annat har varit styrelserepresentant på tillväxtraketerna Apotea. CapSeks finanschef Göran Wolff är även vd för Misen Energy och besitter lång erfarenhet av ledande positioner som ekonomidirektör och controller. Utöver sitt styrelseuppdrag i CapSek är Göran Wolff även styrelseledamot i Appspotr och Misen Enterprises.

Styrelsens ordförande Peter Wendel har mer än 30 års erfarenhet av startups och har idag även styrelseuppdrag på ISAB Group, Akuro Projektledning, PubQ, Appspotr och Hoodin.

Cecilia Hollerup bidrar med sin bakgrund inom juridik och arbetar för närvarande med regelefterlevnad för finansiella företag i konsultföretaget Transcendent AB. Hon har tidigare även jobbat på Handelsbanken och sitter i styrelsen på Hästkällaren Rid Trav & Western AB, Inuheat Group AB, Wexito 2 AB, Oberoende Försäkring Malmö AB och NCSV Sweden AB.

Styrelsen kompletteras av Lennart Bergström som bland annat har varit med om att driva upp Boule Diagnostics till att bli ett börsnoterad bolag.

Spännande portfölj med positiv trend

För tillfället består CapSeks portfölj av fem teknikbolag, men målsättningen är att göra upp till fyra investeringar per år, för att på sikt ha mellan 15 och 20 bolag i portföljen. Vad gäller avkastningen siktar man på 20% per år över en 5-årsperiod. De aktuella innehaven är följande:

1. AppSpotr (äganandel cirka 6%)

Appspotr är ett IT-bolag som har utvecklat en så kallad low code plattform för utveckling av mobila, professionella appar. Den stora fördelen är att nästan vem som helst kan bli "apputvecklare", vilket sparar tid och stora pengar åt kunderna som för det mesta är IT-bolag, webbutvecklare och andra organisationer och företag som utvecklar mobila applösningar till sina slutkunder eller för internt bruk.

Bolagets low code verktyg tillåter att IT-avdelningarna kan decentralisera sin utveckling kring appar ner i organisationen, och personalen på de olika affärsavdelningar kan själva utveckla sina appar. Konceptet har etablerat sig mer och mer under de senaste åren, i och med att behovet av skraddarsydda appar bara ökar och ökar. Idag använder uppskattningsvis 10-20% av alla organisationer i världen någon form av low-code-verktyg för sin interna apputveckling. Konsultföretaget Gartner räknar med att marknaden kommer omsätta omkring 450 miljarder kr år 2023, jämfört med 76 miljarder kr år 2018. Det skulle motsvara en genomsnittlig årlig tillväxttakt (CAGR) på 43% under perioden.

AppSpotr, som är noterad på Spotlight, befinner sig mitt i en intensiv upprampningsperiod av sina säljinsatser, efter att ha lanserat en ny generation av plattformen för drygt ett år sedan. Det initiala mottagande har varit positivt och givet den senaste tidens starka inflöde av nya avtal och aviserade expensionsplaner, ser vi goda chanser att intäkterna borde kunna dubbleras under 2021 till omkring 13,5 Mkr, från de förväntade 6,8 Mkr för 2020.

2. Arkimera Robotics (ägarandel cirka 6%)

Arkimera Robotics självinlärningsalgoritm möjliggör att automatisera datainmatning från digitala dokument. Algoritmen kräver mycket lite data för att lära sig hur en användare vill plocka ut information. Bolagets första produkt AzoraOne erbjuds som en API-tjänst till mjukvarubolag som tillhandahåller redovisnings- och bokföringsapplikationer till små och medelstora företag. Dessa erbjuder i sin tur Arkimeras lösning antingen som integrerad white label-lösning eller som stand alone-tjänst.

Fakturatolkningen görs hittills i många fall fortfarande manuellt, så att de potentiella effektiviseringsvinster som AzoraOne medför är betydande. Föga förvånande har man tagit flera viktiga avtal under 2020 och är på bra väg att dubbla omsättningen under året, om än från låga nivåer. Detaljerade finansiella uppgifter är i dagsläget inte publika. Enligt uttalande från Arkimeras vd adderar bolaget omkring 200 nya kunder i månaden, allihopa betalande företag som är slutanvändare av algoritmen.

För 2021 har man aviserat att expandera även internationellt, vilket bådar gott för en fortsatt hög tillväxttakt. SaaS-affärsmodellen är ett bra exempel av skalbarhet och efter att initialt ha fokuserat att bygga tekniken, håller man nu alltså att på med att rulla ut tjänsten, där en stor fördel är att teknologin är språkagnostisk och, till skillnad från själva redovisningssystemen, inte behöver anpassas till en ny marknads skatteregler och regulatoriska krav på redovisningen.

3. Hoodin (ägarandel cirka 8%)

Hoodin startades 2013 och är, liksom AppSpotr, noterad på Spotlight. Bolaget erbjuder en SaaS-plattform som möjliggör mediabevakning åt företag och organisationer som annars inte är möjlig i dagens mångfacetterade mediasamhälle. Den molnbaserade plattformen automatiserar hela processen från bevakning och hantering av digitalt innehåll från ett stort antal datakällor, såsom databaser, hemsidor, sociala medier.

Detta adresserar ett viktigt problem då många företag riskerar att gå miste om relevant innehåll för deras verksamhet genom att filtrera det snabbt ökande antal nyheter och information manuellt. Hoodin fokuserar på att distribuera sina tjänster via samarbeten med partners till affärsområden och industrier som har ett reglerat behov av att använda sig av tjänsterna med fokus på bland annat Medtech, Life Science, Pharma och Health Care-industrin.

Under hösten 2020 har Hoodin utvidgat sitt partnerprogram, och vänt sig till oberoende konsulter. Efter snabba framgångar i form av ett flertal nya samarbetsavtal har man bestämt sig för att skala upp denna del av partnerstrategin, då det har visat sig att tiden från kontakt med konsulterna till att de är kommersiella med Hoodin som en del av sitt erbjudande är mycket kort.

Globalt sett har man identifierat drygt 25 000 sådana oberoende konsulter inom Medtech och Pharma. Enligt bolagets vd Marcus Emne har man på några veckor fått partners i samtliga världsdelar och siktar på att ha 1 000 konsulter som partners innan 2021 års slut. För att nå ditt har man bland annat etablerat en enhet för försäljning inom Pharma och Medtech i Storbritannien och Irland, som är en stor lokal marknad och en internationell hub för företag inom branschen.

Det finns alltså berättigade förhoppningar att Hoodin kan växla upp ordentligt från en nettoomsättningsnivå på 0,6 Mkr under de första nio månader 2020.

4. PubQ (ägarandel 6%)

PubQ erbjuder en ny typ av kassasystem för restaurangbranschen i appformat. I appen kan kroggäster sköta både beställningar och betalningar digitalt, oavsett om de beställer take away eller sitter i restaurangen. Med appen, som erbjuds i white-label format, får restaurangerna även tillgång till ett lojalitetsprogram, ett bordsbokningssystem och möjligheter till marknadsföring.

Erbjudandet riktar sig mot restaurangkedjor som vill hålla kontakt med sina gäster, genom exempelvis lojalitetsprogram, utan att bli beroende av marknadsplatser som Uber Eats. På så sätt hoppas de kunna undvika att det blir en liknande utveckling som i hotellbranschen, där bokningsmotorer såsom hotels.com kontrollerar den digitala relationen med konsumenten.

PubQs tjänst kan beskrivas som en plattform som förenklar för restauranger att digitalisera sig, där kunden kan använda sin egen grafiska profil i appen och fylla den med innehåll. Kunden ansvarar för marknadsföring och systemet integrerar med restaurangernas bokföringssystem och befintliga kassasystem.

PubQ tar en uppstartsavgift för att anpassa appen efter kundens profil och därefter en transaktionsbaserad avgift som ligger under marknadsplatsernas avgifter. Därtill gör PubQ även specifika integrationer och andra kringtjänster som genererar intäkter.

Trots att Covid-19 pandemin har slagit hårt mot gastronomibranschen har PubQs utveckling varit mycket lovande och vid årskiftet 2020/21 hade man omkring 100 restauranger som kunder. Ganska nyligen skrev man dessutom ett ramavtal med en global aktör som vill använder tjänsten även internationellt. PubQ är för tillfället på gång med utrullning i Sverige på 500 av kundens restauranger och kommer under 2021 sannolikt även börja med att kundens norska och danska systerföretag.

Bolagets långsiktiga mål är att finnas på 10 000 restauranger om fem år. Om man räknar med en snittomsättning på 10 Mkr per restaurang och att 50% av transaktionerna hos kunderna går via PubQs system, skulle det motsvara intäkter på 500 Mkr om året. Vägen ditt är förstås lång men om man lyckas etablera sig med flera stora aktörer kan det gå fort.

5. Glase Fintech (ägarandel cirka 4%)

Glase Fintech har rättigheterna till en mobil betalningstjänst som möjliggör mobila betalningar i butik samt även hanterar digitala kvitton, kampanjerbjudanden och banköverföringar. Bolagets teknik samt dotterbolag såldes emellertid under 2019 till en norsk aktör, och det är i dagsläget oklart hur verksamheten ska se ut i framtiden.

Balansräkning stabil, men mer kapital kommer behövas

I samband med börsnoteringen gjordes en nyemission som tillförde bolaget drygt 9 Mkr, varav 2,75 Mkr användes för att återbetala ett bryggån. I slutet av november fick man dessutom in ytterligare cirka 3 Mkr från utnyttjandet av teckningsoptioner.

“ ...kassan kommer behöva fyllas på ytterligare inom överskådlig framtid.

CapSek rapporterar halvårsvis och bokslutskommunikén för 2020 publiceras först den 26:e februari. Enligt senaste rapporten hade man vid slutet av juni (dvs före emissionerna) 0,5 Mkr i likvida medel, så pengarna var onekligen välbehövda för att driva verksamheten vidare. Kassaflödet från den löpande verksamheten före förändringar av rörelsekapital uppgick under det första halvåret 2020 till -2,2 Mkr, vilket innebär att kassan kommer behöva fyllas på ytterligare inom överskådlig framtid, inte minst då man har investerat omkring 3,5 Mkr i målbolag under hösten, varav 2 Mkr i kontanter.

I och med att innehaven per definition befinner sig i en tidig expansionsfas kommer man inte få några utdelningar därifrån, vilket innebär att man som placerare måste vara beredd på återkommande emissioner, både för att finansiera rörelsekostnaderna och nya investeringar, även om dessa kan kombineras med betalning i form av aktier i CapSek vilket minskar kapitalbehovet. Dessutom finns det givetvis möjlighet till kapitalinjektioner om och när ett av innehaven skulle bli uppköpta av en industriell köpare.

Scenario 1 – Base (9,5 kr):

I likhet med andra investmentbolag bör CapSek värderas i relation till sitt substansvärde (NAV), vilket i fall av noterade bolag är marknadsvärdet på portföljen. Substansbedömningen för onoterade bolag är betydligt svårare, inte minst när de är i ett tidigt skede. I CapSeks fall kan vi dock använda värderingen vid investeringstillfället som utgångspunkt för de onoterade innehaven Arkimera Robotics och PubQ, då dessa genomfördes ganska nyligen. För Glase Fintech väljer vi att sätta ett värde på noll, givet de oklara framtidsutsikterna.

AppSpotr: Bolagets börsvärde uppgår i skrivande stund till cirka 155 Mkr.

Givet att antalet aktier i bolaget kommer med stor sannolikhet ökar med 57% till följd av inlösen av teckningsoptioner i februari, är börsvärdet dock snarare 235 Mkr. För CapSeks andel i AppSpotr innebär det ett värde på 14 Mkr.

Hoodin: Bolagets börsvärde uppgår i skrivande stund till omkring 86 Mkr. Det innebär ett värde på 6,8 Mkr av CapSeks andel i Hoodin.

Arkimera Robotics: Den 12:e november betalade CapSek 2 Mkr för en ägarandel på omkring 6%. Det innebär ett totalt värde av Arkimera på cirka 33 Mkr.

PubQ: Efter en initial titthålsinvestering i juli, investerade CapSek 1,5 Mkr för en ägarandel på omkring 6% den 18:e november. Det innebär ett totalt värde av PubQ på cirka 25 Mkr.

Enligt ovanstående beräkningar kommer vi fram till ett substansvärde på omkring 24,3 Mkr, eller 5,3 kr per aktie. Därmed handlas CapSek för tillfället till ett substanspremie på 55%. Använder vi däremot vår base case värdering på AppSpotr ökar NAV till 34,3 Mkr, eller 7,44 kr per aktie. Om vi dessutom tar hänsyn till den positiva trenden inom de andra tre bolagen och räknar med en värdetillväxt på 20% för alla tre under det kommande året, så ökar NAV till 36,4 Mkr eller 7,9 kr per aktie.

Substanspremien uppgår därmed till 4%, vilket inte tar höjd för potentialen som finns i innehaven. Som placerare är det mycket svårt att få exponering mot de onoterade innehaven och så länge de utvecklas enligt plan, eller till och med bättre än så, bör det vara värd en premievärdering. Som referens kan vi notera att investmentbolaget VNV Global, som har enbart onoterade innehav, värderas just nu till en premie på 36% till senast rapporterade substansvärde.

“ CapSek är en unik möjlighet för tech-intresserade placerare

CapSek är en unik möjlighet för tech-intresserade placerare att vara med i värdeskapandeprocessen som sker i den kraftiga tillväxtresan där portföljbolagen befinner sig i. Investeringar i den typen av bolag och skede som CapSek investerar i är ofta illikvida, men genom att investera i CapSek får man som placerare en likvid tillgång.

Trots den relativa korta historiken tycker vi att dessa egenskaper förtjänar en substanspremie på omkring 20%, vilket motiverar ett värde på 9,5 kr per aktie på 12-månaders sikt.

Det tar dessutom inte hänsyn till nya värdeskapande investeringar, som vi bedömer som sannolikt under de kommande månaderna.

Scenario 2 – Bull (12,5 kr)

I en uppdragsanalys som publicerades den 16:e december 2020 kom vi fram till ett bull case värde av AppSpotr på 2,8 kr per aktie, motsvarande ett börsvärde på drygt 530 Mkr. För CapSeks andel i AppSpotr innebär det ett värde på 31,8 Mkr.

PubQs avtal med den globala kunden borde kunna leda till en dubbling av omsättningen i år, om utrullningen i Danmark och Norge blir lika framgångsrikt som i Sverige. I så fall borde även värderingen kunna dubbleras vilket skulle innebära ett värde på 3 Mkr för CapSeks andel i PubQ.

Givet de relativt låga omsättningsnivåer som både Hoodin och Arkimera Robotics kommer ifrån, krävs det inte mycket för att även dessa kan se betydligt större tillväxttal än i vårt basscenario. Arkimera ska expandera internationellt i år, liksom Hoodin med sin satsning i Storbritannien. För båda bolagen skulle det kunna leda till en värdeökning om 50% under kommande 12 månader, vilket för CapSeks del skulle innebära ett värde på 3 Mkr av andelen i Arkimera och 10,2 Mkr av andelen i Hoodin.

Sammanlagt blir CapSeks substansvärde i detta bull-scenario 48 Mkr, eller 10,4 kr per aktie. Med en substanspremie på 20% skulle det innebära ett motiverat värde på 12,5 kr per aktie på 12-månaders sikt.

Scenario 3 – Bear (4,7 kr)

I en uppdragsanalys som publicerades den 16:e december 2020 kom vi fram till ett bear case värde av AppSpotr på 0,9 kr per aktie, motsvarande ett börsvärde på drygt 170 Mkr. För CapSeks andel i AppSpotr skulle det innebära ett värde på 10,2 Mkr.

Vi har svårt att se att de resterande tre bolagen inte kommer visa tillväxt i år, men en långvarig pandemi och dess följd effekter på ekonomin skulle kunna påverka bolagens expansionsplaner avsevärt.

“ Arkimera ska expandera internationellt i år, liksom Hoodin med sin satsning i Storbritannien

I ett scenario där alla tre ökar sitt värde med enbart 10% under 2021, skulle det för CapSeks del innebära ett värde på 7,5 Mkr av andelen i Hoodin, 2,2 Mkr av andelen i Arkimera och 1,65 Mkr av andelen i PubQ.

Sammanlagt blir CapSeks substansvärde i detta bear-scenario 21,6 Mkr, eller 4,7 kr per aktie. Det skulle dessutom bli svårt att få en premievärdering under sådana förutsättningar och vi ser därför ett bear case värde i linje med NAV.

Analytiker: Sebastian Lang
mail: sebastian@stockpicker.se
www.stockpicker.se

Disclaimer

Detta material har sammanställts av Stockpicker i informationssyfte och ska inte ses som rådgivning. Innehållet har grundats på information från allmänt tillgängliga källor vilka bedömts som tillförlitliga. Sakinnehållets riktighet och fullständighet liksom lämnade prognoser och rekommendationen kan således inte garanteras. Stockpicker lämnar inte i förväg ut slutsatser och 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 grundas på detta material. Placeringar i finansiella instrument är förenade med ekonomisk risk. Att en placering historiskt haft en god värdeutveckling är ingen garanti för framtiden. Stockpicker fransäger sig därmed allt ansvar för eventuell förlust eller skada av vad slag det må vara som grundar sig på användandet av materialet.