

Hilbert Group AB (publ)

Nytt skyltfönster för Hilberts kryptofonder

Analys: Andreas Eriksson | **Datum:** 2021-12-01 08:00 | Denna analys är enbart i informationssyfte. Analysen är inte investeringsrådgivning och detta är inte ett erbjudande om att köpa aktier. För mer information, se [emergers.se](https://www.emergers.se).

Med ännu en strategisk VC-investering på plats har Hilbert ytterligare ett skyltfönster för fortsatt viktiga inflöden till bolagets största affärsområde, kapitalförvaltningen. Med tre nya kryptofonder på väg, reklamintäkter från sajten Coin360s fyra miljoner besök och lanseringen av en skalbar Data & Analys-tjänst under 2022, ser vi stöd för ett motiverat värde på 25 – 31 SEK per aktie på 18 månaders sikt.

Förvärv förstärker bolagets globala exponering

Hilbert Group meddelade nyligen att man genomfört sin andra VC-investering, denna gång i den reglerade kryptoinvestmentbanken HAYVN, där Hilbert förvärvade 2,7% för en summa på 1 MUSD. HAYVN erbjuder en reglerad plattform för handel med digitala valutor, och med hjälp av Hilbert ska HAYVN nu bygga ut sitt erbjudande med en förvaltningsdel. Med en stark närvaro i Mellanöstern och Nordafrika kommer Hilbert att få ett nytt skyltfönster mot nya investerare för sina kryptofonder, och vi räknar med att investeringen kan ge ett meningsfullt bidrag till det högt uppsatta målet om att nå 100 MUSD i förvaltat kapital vid slutet på 2022.

Dubbelsidig funktion med tvåsiffrig intäktpotential

Utöver de tre nya fonderna ska Hilbert även lansera sin Data & Analys-tjänst under 2022. Prenumerationstjänsten som bygger på hemsidan [Coin360](https://www.coin360.se):s databas om kryptotillgångar kommer att kompletteras med den data och analys Hilbert självt genererar i sin kapitalförvaltning. Den långsiktiga ambitionen är att bli ett Bloomberg för kryptovärlden. Coin360 genererar redan reklamintäkter från ca 4 miljoner månatliga besök, och med den omfattande research Hilbert själva gör, bedömer vi att steget till en fungerande prenumerationstjänst inte är särskilt långt. En conversion rate på 1% av dagens besökare skulle innebära månatliga intäkter på nära 4 MSEK, och med tanke på den förväntade besökstillväxten tror vi att Coin360 kan bli en betydande inkomstkälla.

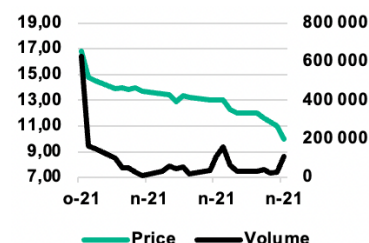
Diversifierad exponering mot krypto och blockchain

Med en klassisk hedgefondstruktur (2%/20%) räknar vi med avgiftsintäkter på 68 MSEK baserat på ett totalt förvaltat kapital (AUM) på 590 MSEK under 2022, medan Hilbert självt räknar med att nå intäkter på 110 MSEK baserat på ca 900 MSEK i AUM. Vår mer konservativa prognos grundar sig i en lägre antagen volatilitet och en lägre årlig prisökning på bitcoin. Vi antar även ett positivt mottagande för Data & Analys-tjänsten under 2022, som med ett ökande antal besökare erbjuder hög skalbarhet och tvåsiffrig intäktpotential på sikt. Med två strategiska VC-investeringar klara och stöd av teamets gedigna erfarenhet inom investment banking och krypto visar vår kombinerade substans- och multipelvärdering stöd för ett motiverat värde på 25 – 31 SEK per aktie på 18 månaders sikt, samtidigt som en fortsatt stark kryptomarknad och lyckosamma VC-investeringar lämnar utrymme för en potential på längre sikt som är betydligt högre än så.

Läs vår initieringsanalys på Hilbert här

Unik och diversifierad utväxling på kryptoboomen

https://www.emergers.se/hilbert_a



Substans

MSEK	Multipel	Motiverat värde i Base Case
Asset Management	2x AUM 2022	9,4x EBIT 2023
Venture Capital	-	-
Data & Analytics	13x Sales 2022	3x Sales 2023
Prop. Trading	-	-
Substans		1 378
Antal aktier		48,8
Per aktie		28,2

Källa: Emergers

Hilbert Group AB (publ)

Fair Value, SEK (18 mån)	25-31
Current Price, SEK	9
Shares (M)	48,8
Mkt Cap (MSEK)	439
Net debt	-25
Enterprise Value (MSEK)	414
Market	First North

Bred exponering mot kryptoboomen på fyra affärsben

Hilbert Group grundades 2018 under namnet Hilbert Capital som en ren kapitalförvaltare inom kryptovalutor med kvantitativa metoder som strategi. Namnbytet till Hilbert Group syftar till att visa att man nu är ett fullblodigt investmentbolag med fyra vertikaler som alla är exponerade mot digitala tillgångar och marknaden kring dessa. Namnet Hilbert är en hyllning till en av historiens största matematiker, David Hilbert. Verksamheten är uppdelad i fyra affärsben.

Kapitalförvaltning

Hilbert Group förvaltar idag en fond inriktad mot altcoins och kommer inom kort lansera tre nya fonder. Samtliga är kryptofonder och förvaltat kapital (AUM) uppgår idag till ca SEK 120 miljoner med öronmärkt såddfinansiering av de 3 nya fonderna som startar inom kort på ytterligare cirka SEK 100 miljoner. Bolaget har som mål att nå 870 miljoner SEK (100 MUSD) i AUM vid slutet av 2022.

Venture Capital

Hilbert Group avser att direktinvestera i blockchain- och kryptorelaterade bolag i främst fyra sektorer; *DeFI* (decentralized finance), *Blockchain/Smart contract services*, *Blockchain E-sports* samt *services inom generell kryptoinfrastruktur*. Hittills har en investering gjorts, sajten Coin360.com som ägs till 60% och överlappar verksamhetsmässigt med Data & Analys.

Data & Analys

Datan som samlas in i kapitalförvaltningens löpande verksamhet ska ompaketeras och vidareförsäljas i en SaaS-modell, bland annat på den majoritetsägda sajten Coin360.com. Målet är att bli ett Bloomberg för digitala tillgångar.

Egenhandel

Inom Egenhandel ska bolaget förvalta egna medel genom framför allt större långsiktiga positioner i kryptovalutor. 30-50% av nettovinsten från kapitalförvaltningen planeras avsättas till bolagets egenhandel.

Prisutveckling bitcoin

Bitcoins prisutveckling efter att ersättningen till miners halveras. Log skala.



Källa: Coindesk, Emergers

Prognos och värdering

Sett till relevanta jämförelsebolag så handlas många kryptobolag till synes generösa multiplar som troligen även prisar in investerarnas framtidsstro på kryptomarknaden i största allmänhet. Därför är det viktigt att belysa skillnaden i hur exponeringen mot digitala tillgångar skiljer bolagen åt. Till exempel kan en växlingsverksamhet mellan krypto- och traditionella valutor förväntas skala annorlunda än ett bolag med direkt exponering (då den enskilde växlingskunden sannolikt inte kommer skala sina växlingsvolymerna i

takt med hur bitcoinpriset rör sig). Jämfört med dessa erbjuder Hilbert Group en betydligt mer skalbar och diversifierad exponering mot den växande kryptomarknaden.

Låga kostnader i förhållande till potentiella intäkter

Bolaget självt räknar med att totala kostnader kommer uppgå till 38 MSEK 2022. Samtidigt har vi en förväntan om intäkter enbart från fondavgifter på 68 MSEK. Därtill kommer intäkter och kostnader i de övriga verksamhetsbenen som i nuläget är svåra att uppskatta. Sammantaget ser vi ändå goda förutsättningar för en tvåsiffrig lönsamhet för gruppen 2022.

Bear och Bull case illustrerar potential och risker

En central parameter i värderingen är prisutvecklingen på bitcoin som också är en proxy för flera andra modellantaganden, såväl som förväntade medel under förvaltning i fonderna 2022. För vår analys har vi även använt en scenarioanalys där vi, förutom vårt basscenario även beaktar ett Bear-scenario där priset väntas falla med 50% kommande år, samt ett Bull-scenario där vi antar en årlig prisökning på 150%. Detta styr även våra antaganden för antal besökare på Coin360, samt antalet SaaS-användare av Data & Analys-tjänsten. Denna uträkning visar ett Bear case, där inflödet av kapital blir mindre samtidigt som besökare och SaaS-användare på tjänsterna också stagnerar, med ett motiverat värde på ca 13 SEK per aktie, nära den kurs till vilken den senaste kapitalanskaffningen skedde. Samtidigt visar vårt Bull case ett motiverat värde på omkring 42 SEK på 18 månaders sikt.

I vårt basscenario ser vi ett motiverat värde på 25-31 SEK per aktie på 18 månaders sikt. Det finns även en lock up-effekt att ta i beaktning där nära 80% av aktierna kommer att vara låsta under de första sex månaderna, vilket kommer begränsa free floaten kraftigt med möjlighet till stora kursrörelser som följd.

Sum of the Parts och scenarioanalys

Key Model Assumptions			i Base Case	Bear Case	Bull Case
Bitcoin price forecast, 3Y annual change			50%	-50%	150%
AUM 2022			593	426	920

Substans		Motiverat värde			
MSEK	Multipel		i Base Case	Bear Case	Bull Case
Asset Management	2x AUM 2022	9,4x EBIT 2023	1 187	500	1 840
Venture Capital	-	-	44	44	44
Data & Analytics	13x Sales 2022	3x Sales 2023	127	70	134
Prop. Trading	-	-	20	20	20
Substans			1 378	634	2 038
Antal aktier			48,8	48,5	48,5
Per aktie			28,2	13,1	42,0

Källa: Emergers

Vid sidan av prisutvecklingen på kryptomarknaden så kommer de viktigaste triggerarna för Hilbert vara inflödet av kapital till kapitalförvaltningen, samt hur snabbt de kan lansera Data & Analys-tjänsten och de nya fonderna. Sammantaget räknar vi med ett positivt nyhetsflöde från bolaget framöver.

Dessutom är det värt att nämna att kryptomarknaden kan vara svår att ge sig in på som en privat investerare då tillgångarna inte handlas på de vanligaste handelsplatserna. Detta paketerar Hilbert nu på ett lättillgängligt sätt och möjliggör med sin notering för privatinvestorer att ta del av bolaget och därmed också exponera sig mot kryptomarknaden, utan att äga de digitala tillgångarna direkt.

Risker

Regulatoriska risker: Det finns en risk i att regleringar kan ändra spelplanen för de öppna och decentraliserade system som blockkedjorna bygger på, eller likt de åtgärder som implementerades i Kina; ett förbud. Det känns dock inte så sannolikt med kraftiga regleringar med tanke på hur utvecklad och utbredd tekniken har blivit. Regleringar för att skydda individer inom till exempel DeFi känns mer troligt, men det borde å andra sidan inte innebära några käppar i hjulet för hederliga aktörer.

Marknadsrisk: Bolaget syftar till att endast bedriva handel i likvida tillgångar och dessutom utan någon hävstång. På så vis begränsas marknadsriskerna till den grad att de inte borde fastna i en oönskad position samtidigt som de aldrig kommer att behöva sälja av positioner för att täcka margin calls.

Penningtvätt: Bland de största riskerna som kritiker till kryptovalutor brukar åberopa är att det inte går att spåra de transaktioner som görs, men det är snarare precis tvärtom. Alla transaktioner lagras i blockkedjan och det går att kartlägga vem som har skickat hur mycket pengar till vem, vid vilken tidpunkt. Hilbert Group har också en dedikerad AML Compliance Officer, Money Laundering Reporting Officer och en Deputy Money Laundering Reporting officer som kontinuerligt ser över alla insättningar till Hilbert Groups fonder.

Bolagsstyrning

Frode Foss-Skiftesvik är styrelseordförande i Hilbert Capital. Med över 35 års erfarenhet av att bygga framgångsrika bolag inom alternativa investeringar och bankväsendet där han har förvaltat kapital åt investerare som Goldman Sachs, Blackstone, New York State, IKEA, SEB, Ericsson etc. Närmast kommer Foss-Skiftesvik från ett ordförandeuppdrag på Fitzroy Capital, ett investmentbolag som investerar i både noterade och onoterade bolag.

Erik Nerpin är styrelseordförande i Hilbert Group. Nerpin är jurist från Uppsala universitet med gedigen erfarenhet inom IPOs, M&A och nyemissioner och har varit juridisk rådgivare till Pzifer Inc när de köpte upp Pharmacia Group för 60 miljarder USD, till Ford när de köpte Volvo Personvagnar för 50 miljarder SEK samt till ett flertal andra stora bolag.

Dr. Niclas Sandström är vd för Hilbert Group (Capital?) och har över 16 års erfarenhet från investment banking och hedgefonder. Han har en doktorsexamen i teoretisk fysik från Chalmers i Göteborg och har jobbat på Barclays Capital med finansiell riskhantering samt på Credit-Suisse First Boston som kvantanalytiker.

Dr. Magnus Holm är CIO (chief investment officer) och medgrundare till Hilbert Capital. Holm har skapat bolagets algoritmiska handelsplattform och är expert på algoritmisk handel, statistiska modeller och sentimentanalys. Han har likt Sandström också en doktorsexamen i teoretisk fysik från Chalmers i Göteborg.

DISCLAIMER

Information som tillhandahålls här eller på Emergers webbplats emergers.se är inte avsedd att vara finansiell rådgivning. Emergers mottar ersättning för att skriva om bolaget på den här sidan. Bolaget har givits möjlighet att påverka faktapåståenden före publicering, men prognoser, slutsatser och värderingsresonemang är Emergers egna. Analysartiklar skall ej betraktas som en rekommendation eller uppmaning att investera i bolagen som det skrivs om. Emergers kan ej garantera att de slutsatser som presenteras i analysen kommer att uppfyllas. Emergers kan ej hållas ansvariga för vare sig direkta eller indirekta skador som orsakats av beslut fattade på grundval av information i denna analys. Investerare uppmanas att komplettera med ytterligare material och information samt konsultera en finansiell rådgivare inför alla investeringsbeslut.