

# Hilbert Group AB (publ)

## Viktiga milstolpar bäddar för intressant 2022

**Analys:** Andreas Eriksson | **Datum:** 2022-02-09 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).

**Mitt i ett svajande klimat för både aktier och krypto pågår arbetet för fullt med utbyggnaden av Hilbert Groups verksamhet. 40% besökstillväxt på Coin360 öppnar för betydande intäkter både genom annonser och prenumeranter, samtidigt som samarbetet med HAYVN har potential att ge stora inflöden till Hilberts förvaltning. Trots en dippande kryptomarknad visar vår modell av Hilberts diversifierade verksamhet motståndskraft, och vi fortsätter se stöd för ett motiverat värde på 25 – 31 SEK per aktie på 18 mån sikt.**

### Coin360 och Data&Analys-tjänsten börjar ta form

En svag inledning på börsåret 2022 har lett till breda nedgångar världen över där bitcoin och andra stora kryptovalutor dragits med i fallet. Kryptovalutornas svaga utveckling kan troligtvis härledas både till stigande räntor och inflationsoro, och ett ökat regulatoriskt tryck, där Kina helt förbjudit alla kryptorelaterade aktiviteter, och där Ryssland lagt fram ett liknande förslag. För Hilberts del fortsätter arbetet med att bygga upp sina affärsområden. Analyssajten Coin360 har haft en besökstillväxt på 40% under de senaste tre månaderna, och har i nuläget 5,4 miljoner besök per månad. Sedan Hilbert introducerat annonser visar hemsidan på en stark intäktpotential redan 2022. Parallellt pågår utvecklingen av en Data&Analys-tjänst som ska säljas till retail- och professionella investerare på abonnemangsbasis, något vi bedömer kommer bli en skalbar vertikal av återkommande intäkter, även om vi räknar med att det tar fart på allvar först 2023.

### Centralt med fortsatta inflöden till förvaltningen

Hilbert har sedan noteringen i höstas lyckats checka av flera viktiga milstolpar för att öka exponeringen mot investerare, och den kanske viktigaste är samarbetet med kryptoinvestmentbanken HAYVN där Hilbert planeras ansvara för bankens kapitalförvaltning främst genom att white labela sina egna fonder. Investmentbanken har nyligen erhållit en ADGM-licens för mäklari och förvaring av krypto, och vi ser möjligheter att HAYVN kan slussa stora investeringar till Hilbert genom sitt globala nätverk som omfattar både institutioner och "sovereign wealth funds". En Global Security Feeder har också lanserats för att maximera tillgängligheten till bolagets första fond HDAF, och fungerar som en handelsbar obligation. Slutligen, i december 2021 gick startskottet för Hilberts andra av totalt fyra planerade fonder, där syftet är att erbjuda en fond med hög riskjusterad avkastning men med mindre volatilitet än HDAF. Fonden är algoritmhandlad och riktar in sig främst på BTC och ETH.

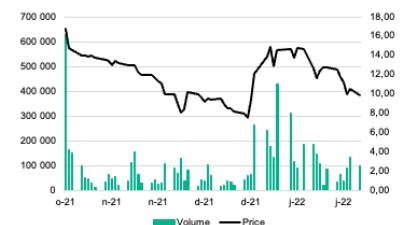
### Grundfundamenten och motiverat värde kvarstår

Även om året inletts skakigt och där trenden pekar på en sektorrotation mot säkrare tillgångslag som värdeaktier och räntepapper står vi kvar vid att krypto- och blockkedjetekniken är här för att stanna. En av årets största händelser i kryptovärlden kommer vara när den idag näst största kryptovalutan, Ethereum, byter till ETH2.0, där man lämnar det energikrävande Proof of Work för att istället validera transaktioner med Proof of Stake. Övergången initierades redan 2020 och men fler viktiga hållplatser väntas nås under 2022, något som spås effektivisera blockkedjetekniken. Vi förväntar oss att prisnedgångarna på krypto kommer göra hack i kurvan på både inflöden och performance för kapitalförvaltningen på kort sikt, men att det kan balanseras upp av att samarbetet med HAYVN tar fart under H2'22 vilket gör att nettoeffekten enbart blir marginellt negativ. Understödda av tvåsiffrig intäktpotential från både Data & Analys-tjänsten samt annonsintäkter från Coin360 mynnar vår kombinerade substans- och multipelvärdering ut i ett oförändrat motiverat värde på 25 – 31 SEK per aktie, på 18 månaders sikt.

Läs vår initierings-  
analys på Hilbert här

Unik och  
diversifierad  
utväxling på  
kryptoboomen

[https://www.emergers.se/hilbert\\_a](https://www.emergers.se/hilbert_a)



### Hilbert Group AB (publ)

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

Substans MSEK	Multipel		Motiverat värde
			i Base Case
Asset Management	2x AUM 2022	9,3x EBIT 2023	1 216
Venture Capital	-	-	44
Data & Analytics	16x Sales 2022	3x Sales 2023	111
Prop. Trading	-	-	20
<b>Substans</b>			<b>1 392</b>
Antal aktier			48,8
<b>Per aktie</b>			<b>28,5</b>

Källa: Emergers

## 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. Just 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 en fond i huvudsak mot bitcoin och Ethereum, bolaget kommer inom kort lansera ytterligare två nya fonder. Samtliga är kryptofonder och förvaltad kapital (AUM) uppgår idag till ca SEK 120 miljoner med öronmärkt såddfinansiering av de två 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 två investeringar gjorts, sajten Coin360.com som ägs till 60% och överlappar verksamhetsmässigt med Data & Analys, samt i kryptoinvestmentbanken HAYVN.

### 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 framtidstro 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 växlingsvolymmer 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

Vi räknar med att totala kostnader kommer uppgå till ca 30 MSEK 2022. Samtidigt har vi en förväntan om intäkter enbart från fondavgifter på 57 MSEK förutsatt att marknaden hämtar sig under året. Därtill kommer intäkter och kostnader i de övriga verksamhetsbenen som i nuläget ännu 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 16 SEK per aktie, nära den kurs till vilken den senaste kapitalanskaffningen skedde. Samtidigt visar vårt Bull case ett motiverat värde på omkring 49 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			608	333	1095

Substans	MSEK	Multipl	Motiverat värde		Bear Case	Bull Case
			i Base Case			
Asset Management		2x AUM 2022	9,3x EBIT 2023	1 216	666	2 190
Venture Capital		-	-	44	44	44
Data & Analytics		16x Sales 2022	3x Sales 2023	111	67	130
Prop. Trading		-	-	20	20	20
Substans				1 392	797	2 384
Antal aktier				48,8	48,5	48,5
<b>Per aktie</b>				<b>28,5</b>	<b>16,4</b>	<b>49,2</b>

Källa: Emergers

Vid sidan av prisutvecklingen på kryptomarknaden så kommer de viktigaste triggarsen 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 privatinvestorare 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.

**Penningvätt:** 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](http://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.