

# Hilbert Group AB (publ)

## Hilberts fond utklassade Bitcoin under 2021

Andreas Eriksson | 2022-04-11 08:00

Med en stark utveckling på 203% netto för Hilberts kryptofond under 2021 fortsätter arbetet med att bygga upp en storspelare inom krypto. Expansionen för hemsidan Coin360 går stadigt framåt och vi ser en intäktspotential på över 50 MSEK under 2023, samtidigt som uppbyggnaden av Data&Analys-tjänsten pågår för fullt. Dock har inflödet till Hilberts kapitalförvaltning inte riktigt nått våra estimat varför vi justerat ner prognosen för helåret och nu räknar med drygt 430 MSEK under förvaltning vid utgången på 2022. Det ger stöd för ett motiverat värde på 20-24 SEK per aktie (25-31 SEK) på 12-18 mån sikt, samtidigt som vi noterar goda chanser för inflödena att ta fart under året, inte minst drivet av HAYVN.

### 203% nettoutveckling för Hilberts kryptofond

När böckerna stängde för helåret 2021 visade Bitcoin en uppgång på 46%. Hilbert Digital Assets Fund (HDAF) kunde å sin sida stoltsera med en nettoutveckling på 203% under samma period. Fonden, som i huvudsak handlas med hjälp av en algoritm i så kallade alt coins (kryptovalutor som inte är Bitcoin eller Ethereum), har som mål att överträffa de underliggande tillgångarna genom att utnyttja volatiliteten. Vi noterar att kapitalet på 120 MSEK som bolaget hade under förvaltning vid årsskiftet 2021/22 är lägre än våra estimat på 180 MSEK, vilket troligtvis är hänförligt till den dystra utvecklingen på kryptomarknaden under slutet på 2021 och början på 2022. Med ett inflöde på drygt 200 MSEK under 2022, och antagande om en årlig performance på 50%, bör Hilbert nå drygt 430 MSEK i totalt förvaltad kapital vid slutet av 2022. Det ger stöd för en EBIT på 10 SEK 2022 med utväxling till 93 MSEK 2023 vilket också utgör basen i vår multipelvärdering. Mycket pekar på en fortsatt ökad legitimitet och utbredd tro på tekniken i sin helhet, och vi ser det bara som en tidsfråga innan finansiella tillsynsorgan kommer släppa på sin hittills återhållsamma inställning och släppa in tekniken i värmen.

### Ny VC-investering och fortsatt stark utveckling på Coin360

Hilbert kunde i dagarna meddela att man genomfört en ny VC-investering i blockchain-bolaget Capchap. I samarbete med Chromaway och LegalWorks har Hilbert förvärvat 5,7% till en summa av 2,5 MSEK. Capchap erbjuder en *smart contract*-lösning för att effektivisera ofta dyr byråkratisk bolagsadministration. När Hilbert klev in som majoritetsägare i Coin360 under sommaren 2021 hade bolaget två anställda, som nu har utökats till 17 och beräknas öka till 30 innan året är slut. Månatliga besök ligger idag kring 5 miljoner samtidigt som hemsidan bygger upp ett community av användare, som mot slutet av året (förhoppningsvis) kommer vara de första betalande användarna av hemsidans SaaS-tjänst. Det långsiktiga målet för tjänsten är att bli ett Bloomberg för kryptovärlden där vi ser en intäktspotential över 50 MSEK när tjänsten tar fart under 2023.

### Stabila utsikter trots oroligheter

Hilbert hade planerat att lansera sin tredje kryptofond under Q1'22, men med kriget i Ukraina och det generellt osäkra läget på marknaden har planerna lagts på is i väntan på ett mer gynnsamt läge längre fram. Samarbetet med kryptoinvestmentbanken HAYVN har ännu inte tagit fart, men vi fortsätter räkna med att det ska inbringa större flöden till Hilberts kapitalförvaltning under året, drivet av HAYVNs nätverk av såväl institutionella investerare som *sovereign wealth funds*. Sammantaget ger vår substans- och multipelvärdering nu stöd för ett motiverat värde på 20 - 24 SEK per aktie (25 - 31) på 12-18 månaders sikt. Samtidigt noterar vi att lockupen för 80% av aktierna som varit inlåsta sedan IPO:n släpper den 27 april 2022, vilket kan sätta viss press på kursen.

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)

Fair Value, SEK (18 mån)	20-24
Current Price, SEK	7.5
Shares (M)	48.8
Mkt Cap (MSEK)	366
Net debt	-33.5
Enterprise Value (MSEK)	333
Market	First North



Denna analys är enbart i informationssyfte och ska betraktas som marknadsföringsmaterial. Analysen är inte investeringsrådgivning och detta är inte ett erbjudande om att köpa aktier. För mer information, se disclaimer i slutet av den här rapporten.

Substans MSEK	Multipel		Motiverat värde
			i Base Case
Asset Management	2x AUM 2022	9.3x EBIT 2023	866
Venture Capital	-	-	47
Data & Analytics	-	3x Sales 2023	111
Prop. Trading	-	-	20
Substans			1 044
Antal aktier			48.8
<b>Per aktie</b>			<b>21.4</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 förvaltat 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 och blockchain-bolaget Capchap.

### 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 och beräknad start är i slutet på 2022.

### 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.

## 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 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

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 15 SEK per aktie, nära den kurs till vilken den senaste kapitalanskaffningen skedde. Samtidigt visar vårt Bull case ett motiverat värde på omkring 41 SEK på 18 månaders sikt.

I vårt basscenario ser vi ett motiverat värde på 23-28 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			524	306	888

  

Substans			Motiverat värde		
	MSEK	Multipel	i Base Case	Bear Case	Bull Case
Asset Management	2x AUM 2022	9.3x EBIT 2023	1 047	612	1 776
Venture Capital	-	-	47	47	47
Data & Analytics	-	3x Sales 2023	111	67	130
Prop. Trading	-	-	20	20	20
Substans			1 225	746	1 973
Antal aktier			48.8	48.5	48.5
<b>Per aktie</b>			<b>25.1</b>	<b>15.4</b>	<b>40.7</b>

Källa: Emergers

Vid sidan av prisutvecklingen på kryptomarknaden så kommer de viktigaste triggeren 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.

**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](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.