

Introduktion

Northern Capsek Ventures AB ("CapSek" eller "Bolaget") är ett investmentbolag som investerar i snabbväxande techbolag i svenska tillväxtregioner. Bolaget fokuserar på företag i scaleup-fas, med tyngdpunkt på mjukvarubolag med fungerande, skalbara affärsmodeller och lösningar med förutsättningar att skala internationellt. Bolagets nuvarande portfölj består av elva innehav som är uppdelade i tre delportföljer. "Fas 2-bolag" avser de fem prioriterade onoterade innehaven som kommit längst i sin tillväxtresa, "Fas 1-bolag" avser övriga onoterade innehav som har stor potential men ännu inte uppnått Fas-2 nivå, och därutöver har Bolaget två noterade innehav.

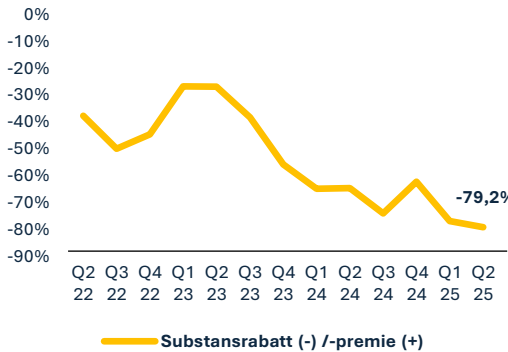
CapSek står inför en potentiellt genomgripande omställning. Under hösten har Bolaget ingått en icke-bindande avsiktsförklaring om att förvärva samtliga resterande aktier i portföljbolaget Arctic Space Technologies AB ("Arctic Space"), mot betalning i form av nyemitterade aktier i CapSek. Om transaktionen genomförs skulle Arctic Space bli ett helägt dotterbolag till CapSek, samtidigt som säljarna förväntas inneha en majoritet av aktierna i CapSek, varför transaktionen skulle utgöra ett s.k. omvänt förvärv och indirekt en listning av Arctic Space.

Arctic Space är ett rymdteknikbolag verksamt inom marksegmentet och tillhandahåller tjänster inom satellitkommunikation (SATCOM). De erbjuder satellitdata-tjänster som möjliggör för effektiv datakommunikation genom nedlänkade av satellitdata från satelliter till markantenner och vidare. Portföljbolaget har en säljpipeline på över 70 miljoner SEK och har varit kassaflödespositivt sedan start. Arctic Space tilldelades utmärkelsen Årets Gasell i norr 2025 av Dagens Industri vilket placerar bolaget bland Sveriges mest snabbväxande företag.

Investment Case

- ☒ **Potentiell värdeskapande transformation:** Ett genomfört omvänt förvärv med Arctic Space skulle snabbt förändra CapSeks profil, storlek och värderingspotential. Arctic Space verkar inom ett unikt NewSpace- och försvarssegment med snabbt växande, global efterfrågan. Transaktionen skulle tillföra Arctic Space en tillväxtplattform för konsolidering och kapital, medan CapSek bidrar med bl.a. listningsstruktur och M&A-erfarenhet. På längre sikt öppnas dessutom möjligheter till ytterligare strukturaffärer.
- ☒ **Unik portföljstrategi och etablerad plattform:** Bolaget erbjuder exponering mot onoterade techbolag inom AI/ML, IoT och gaming via investeringar i scaleup-fas där bevisade modeller kan växla upp. Regionalt fokus utanför Stockholm förbättrar tillgång till unika case och ingångsvärderingar. Aktivt ägarskap, samarbetsplattformar och ett team med bra track-record stärker strategin, samtidigt som portföljen ger en riktad exponering med viss diversifiering över flera vertikaler.
- ☒ **Lägger fokus på snabbast växande portföljbolagen:** CapSek prioriterar bolag som visat uthållig tillväxt och skalbarhet. Fas 2-portföljen har vuxit 56 % årligen och Bolaget siktar på att fördjupa ägandet där traction är stark, med exitfönster inom 2-4 år. Arctic Space framstår som den enskilt främsta värdedriven, medan NODA och RockSigma är potentiella närliggande tillväxtbidrag, och AI Medical kan bli en betydande värdedrivare på längre sikt.
- ☒ **Hög substansrabatt och uppvärderingspotential:** Bolaget handlas till en väsentlig substansrabatt relativt portföljens underliggande värde. Potentialen ligger i att den dolda substansen synliggörs genom uppvärderingar i kärninnehaven, och genom selektiva exits som bekräftar att dessa värden kan realiseras. Därtill understryker den potentiella strukturaffären med Arctic Space Bolagets ambition att även skapa värde genom att ge CapSek en stabilare bas att stå på framåt.
- ☒ **Begränsad konkurrens och omfattande investeringsnätverk:** CapSek fokuserar på tillväxtkluster där investerarbasen är relativt låg, vilket minskar konkurrensen och ger Bolaget starkare förhandlingsposition. I dessa miljöer fungerar andra aktörer främst som medinvestorer och kunskapspartners, snarare än konkurrenter. Detta skapar goda förutsättningar för CapSek att investera i bolag till attraktiva ingångsvärderingar med stor potential.

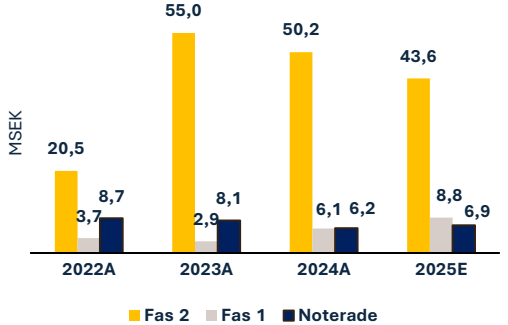
Substansrabatt – utveckling



Portföljen – utveckling

(MSEK)	Investerat Kapital	Marknads-värde	Avkastning (IRR)
Fas 2-bolag	14,1	27,4	26,9 %
Fas 1-bolag	15,8	15,9	0,3 %
Noterade bolag	17,7	0,9	-52,7%
Totala portföljen	47,6	44,2	-4,4%

Konsoliderad nettoomsättning – befintlig portfölj



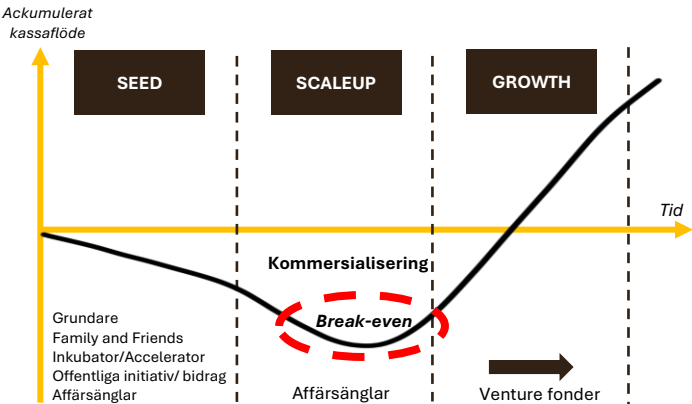
Ägarstruktur (per okt 2025)

Lonneberga Holding AB	14,75 %
Swedbank Försäkring	9,54 %
Stefan Eriksson	4,79 %
Lennart Bergström	4,08 %
Skoogs Handels AB	3,87 %
Göran Carlson	2,95 %
Avanza Pension	2,66 %
Henrik Jerner	2,36 %
Sid Holding AB	2,28 %
Nordea Liv & Pension	2,06 %
Övriga	50,66 %

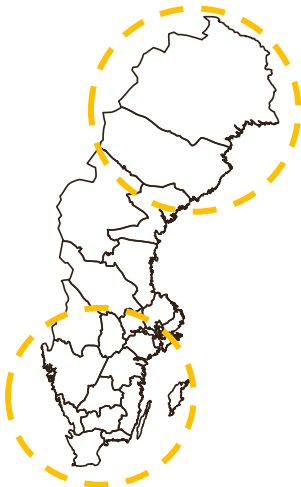
Strategi och målbild

CapSek tar primärt minoritetspositioner i onoterade bolag i scaleup-fas med fungerande och skalbara affärsmodeller, stor eller snabbt växande adresserbar marknad, samt tydlig teknikhöjd som driver kundnytta. Bolaget bedriver en unik, etablerad och effektiv utvärderingsprocess och fokuserar på mindre utforskade tillväxtregioner i Luleå/Skellefteå och Göteborg/Malmö, vilket ger möjlighet till attraktiva ingångsvärderingar. Genom att investera när riskprofilen sjunkit men omsättningen ännu inte nått full potential skapas möjligheter för snabb värdeökning.

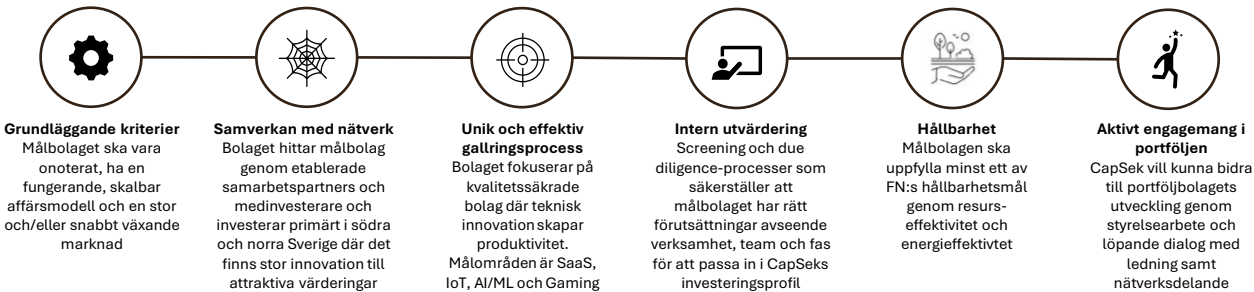
CapSek har som övergripande mål att etablera sig till en tongivande aktör inom riskkapital i sin utvalda nisch. I de portföljbolag som bevisar en långsiktig leveransförmåga är målsättningen att genom tilläggsinvesteringar öka ägarandelen. Bolaget vill skala förvaltat kapital stegvis med exits, som genererar kassaflöde för att investera ytterligare, samt uppvärderingar och kompletterande förvärv. Därtill ses ett samgående med ett kassaflödespositivt produktbolag, såsom Arctic Space, som ett sätt att accelerera tillväxtstrategin avsevärt.



CapSek – Geografiskt fokus



CapSek – Investeringsprocessens steg



Portföljen

Per oktober 2025 består CapSeks portfölj av elva innehav. Fas 2-bolagen är de onoterade bolag som har kommit längst i sin tillväxtresa, med tydliga skalbara intäkter och hög tillväxt. CapSek kategoriserar bolagen Arctic Space Technologies, Arkimera, Noda, PubQ och RockSigma som Fas 2-bolag. Fas 1-bolagen är onoterade bolag som har stor potential, men som inte har kommit lika långt i form av skalbara intäkter. Bolagen AI Medical, E-Go, Itatake och Klash kategoriseras som Fas 1-bolag. De noterade bolagen i CapSeks portfölj är Hoodin och Spotr Group. Totalt har Capsek investerat cirka 48 miljoner SEK i den befintliga portföljen och avyttrat sex innehav. Till följd av främst negativ värdeutveckling i de noterade innehaven uppskattas det nuvarande marknadsvärdet av portföljen till cirka 44 miljoner SEK, varför fokuset framåt istället ligger på flertalet onoterade portföljbolag med en betydligt positivare outlook.

FAS 2 INNEHAV

Ägarandel i snitt 8 %

FAS 1 INNEHAV

Ägarandel i snitt 9 %

NOTERADE INNEHAV

Ägarandel i snitt 2 %



Arctic Space erbjudande

Bolaget erbjuder satellitdata-tjänster baserat på modern molnarkitektur som möjliggör för effektiv datakommunikation genom nedlänkade av satellitdata från satelliter till markantennor till molninfrastruktur såväl som fiberförbindelser till närliggande datacenter. Arctic Space driver en avancerad markstation i Piteå där bolaget levererar "Ground-Infrastructure-as-a-Service" ("GISaaS"). Detta innebär att man tillhandahåller infrastrukturen som krävs för att kunder ska kunna etablera och utnyttja egna antenner på markstationen.

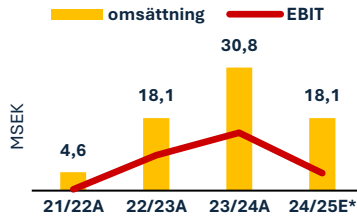
Kärnan i erbjudandet är en nordlig latitud med robust infrastruktur, vilket ger hög överflygningsfrekvens för satelliter i låg omloppsbana (LEO) och snabb datahantering. Tjänsteutbudet omfattar infrastruktur genom hosting och co-location, samt full hantering av markstationstjänster. Trafiken kan ledas vidare till vald IT-miljö, i kundens eget moln eller via direktdragna fiberförbindelser till närliggande datacenter med flertalet telecom och infrastrukturpartners.

Affärsmodellen

Affären bygger på fleråriga drift- och serviceavtal som ger återkommande och förutsägbara intäkter. Kontrakten är relativt långa, det kortaste är tre och standardiserade avtal på fem och tio år. GISaaS-erbjudandet med kundägda antenner möjliggör för en asset-light modell där Arctic Space agerar service-provider. Bolaget erbjuder kunder professionella tjänster och mjukvaruutveckling, installation och drift av systemen med långa kontrakt, samtidigt som CAPEX hålls lågt. Tillväxtstrategin är att expandera sitt nätverk av markstationer, stärka samarbetet med satellitoperatörer och molntjänstleverantörer samt utveckla sin närvaro inom försvarsindustrin.

Säte Piteå, Sverige
Investerat kapital 2,0 MSEK
CapSeks ägarandel ca. 2 %

Arctic Space – finansiell utveckling



Siffrorna för 24/25 är preliminära. Nedgången förklaras av att Bolaget under 23/24 hade betydande engångsintäkter från installationen av Onewebs antenner, vilket inte upprepats under 24/25.

GISaaS och GSaaS

Den traditionella modellen för marksegmentet har inneburit att varje satellitoperatör byggt, ägt och underhållit sin egen markstation av antenner, en dyr och resurskrävande process där antennerna dessutom ofta står oanvända mellan satellitpassager. På grund av detta har lösningen "Ground-Station-as-a-Service" ("GSaaS") vuxit fram. Tjänsten innebär att satellitoperatörer får on-demand åtkomst till ett nätverk av antenner som opereras av GSaaS-leverantören, där kunden kopplar sin satellit till leverantörens markstation.

Inom detta område erbjuder Arctic Space en hosting-baserad GISaaS-modell som skiljer sig från GSaaS genom att kunderna typiskt har fullt ägarskap och kontroll över sina antenner. På grund av detta kan Arctic Space modell möta behoven hos kunder som kräver mer skräddarsydd, säkra och långsiktiga marklösningar än vad standardiserade GSaaS-tjänster erbjuder.

Urbav GISaaS-modellens fördelar

- ✓ Återkommande och förutsägbara intäkter
- ✓ Långa, standardiserade avtal med kunder på 3-10 år
- ✓ Attraherar både mindre och etablerade satellitoperatörer
- ✓ CAPEX besparingar för både leverantör och kund
- ✓ Möjlig expansion av befintlig markstation och nya platser

Adresserbar marknad

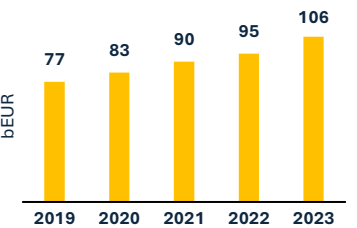
Kommersiella applikationer, säkerhetstillämpningar och forskningsområden som är beroende av satellitdata växer kraftigt. Det handlar om allt från jordobservation och miljöövervakning till militär kommunikation och realtidspositionering. Innan denna data kan användas måste den först nedlänkas från rymden till jorden – ett steg som kräver avancerade markstationer med antennsystem. Marknaden för marksegmentet förväntas växa med 12,8 % per år (CAGR) och nå ett totalt, globalt marknadsvärde om cirka 181,4 miljarder år 2032.

Parallellt ökar de globala rymdbudgetarna i snabb takt, där den enskilt största tillväxtmotorn är den militära upprustningen i rymden. År 2023 stod försvarsrelaterade tillämpningar för totalt 50,2 % av de globala utgifterna. NATO och EU budgeterar över 800 miljarder SEK i flerårsplaner för säkerhetsrelaterad rymdverksamhet. Drivkrafterna inkluderar behov av krypterad militär kommunikation, system för positionering och ett globalt nät av markstationer, för att hantera datatrafiken och skala sina operationer. För Arctic Space innebär trenden att försvars- och myndighetskunder med specifika behov utgör en växande adressbar målgrupp för nuvarande GISaaS-erbjudandet där kunden bygger sina egna antenner. Bolagets polära position och fokus på säker, privat och snabb infrastruktur ligger rätt i tiden då den långsiktiga efterfrågan på GISaaS ökar.

Kundcase – Oneweb

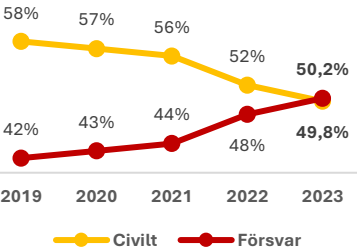
En av Arctic Space största kunder under de senaste åren har varit Starlink-utmanaren Oneweb, som 2022 gick samman med franska Eutelsat. Oneweb erbjuder internettjänster inom "low orbit" och har även ett joint venture med Airbus Defence and Space. Under 2023 och 2024 byggde Oneweb antenner på Arctic Space markstation i Piteå, som nu har uppdrag att sköta kontakten med Onewebs satelliter i ett kontrakt som sträcker sig över tio år.

Globala rymdbudgetar – utveckling



Källa: Eurospace. Facts and Figures, Press Release, 28th Edition, July 2024; European Commission.

Globala rymdbudgetar – andel av civila- & försvarsrelaterade tillämpningar



Källa: Euroconsult, Government Space Programs, 23rd Edition, December 2023.

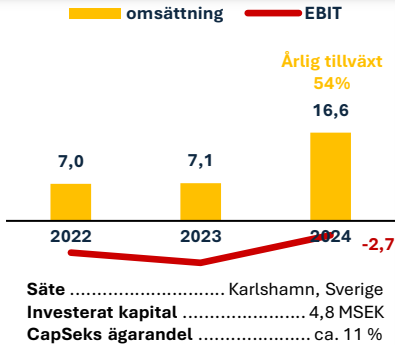
Resterande Fas 2-bolag



NODA

Noda Intelligent Systems AB ("NODA") är ett mjukvarubolag inom energieffektivisering där AI-baserade lösningar optimerar uppvärmnings- och kylsystem för hela energinät och enskilda fastigheter. Traditionellt har bolaget fokuserat på fjärrvärme och fjärrkyla, men under de senaste åren har man expanderat till värmepumpar, geotermi, gas och industriell spillvärme. Affärsmodellen kombinerar återkommande SaaS-intäkter med projektintäkter. Kundbasen består av energibolag, fastighetsbolag och systemoperatörer i hela kedjan, från tillgång till efterfrågan. Longrun Capital, fastighetsmiljardären Johan Ljungbergs riskkapitalbolag, är medinvestorare tillsammans med CapSek i NODA, vilket stärker såväl finansieringsmöjligheter som nätverk.

Under året har NODA fortsatt sin internationella expansion med nya samarbeten och säkrat flera betydande kommersiella affärer i bland annat DACH-regionen, Norge och Polen. Den ökande efterfrågan för bolagets AI-lösningar understryker att dess teknik med energioptimering, AI och ESG inom fastighets- och industrisektorn, ligger rätt i tiden. NODA växte kraftigt under 2024 och omsättningen uppgick till 16,6 miljoner SEK (+133 %), men bolaget är ännu inte lönsamt.



RockSigma

RockSigma AB ("RockSigma") är ett SaaS-bolag som gör underjordsgruvor säkrare och effektivare via övervakning, analys och prognoser av seismisk aktivitet (frekvens och magnitud av skakningar i jorden). Deras unika algoritmer och självlärande modeller omvandlar enorma mängder sensordata till insikter om berggrunden, med hög precision för att lokalisera och karakterisera skalv. LKAB har varit partner och kund sedan starten, och nu skalar bolaget upp internationellt. Målmässigt siktar bolaget exempelvis på att addera flera av världens största gruvbolag i bl.a. Australien, Kanada och Europa.

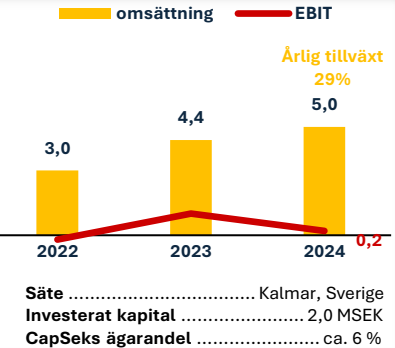
Under året har RockSigma även börjat utvärdera applikationer utanför gruvsektorn, inom rymd- och industrimiljöer, där realtidsövervakning av vibrationer kan vara kritiskt. Flera nya avtal under året indikerar breddad kundbas. Intäkterna är återkommande via SaaS-modellen, men i tillväxtfas är lönsamheten ännu begränsad och omsättningen var 3,5 miljoner SEK år 2024. Bolaget siktar på snabb expansion med tydlig skalbarhet i sin AI-drivna plattform med växande adresserbara applikationer.



Arkimera

Arkimera Robotics AB ("Arkimera") tillhandahåller en egenutvecklad självlärande AI-algoritm som kan användas inom olika mjukvaruapplikationer för att automatisera datainmatning från digitala dokument. Bolagets första produkt kallas AzoraOne och innefattar en funktion för helautomatisk bokföring som erbjuds som API via SaaS-modell till programvaruföretag inom redovisning, vilket effektiviserar bokföring för tusentals SME-kunder.

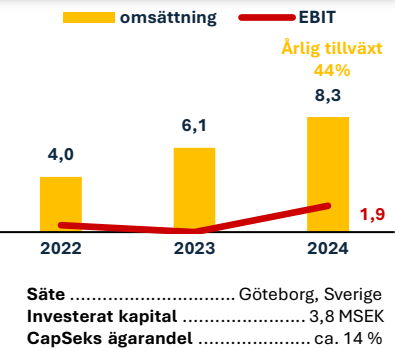
På Arkimeras pilotmarknad (Sverige) utgör AzoraOne ryggraden i senaste generationens automatiseringstjänster hos systemleverantörer som exempelvis Björn Lundén, Brillant Ekonomisystem och Hogia. Systemleverantörerna erbjuder i sin tur Arkimeras lösning som antingen integrerad white label-lösning eller som stand alone-tjänst. Bolagets har i dagsläget sex partners och cirka 23 000 slutkunder.



PubQ

PubQ AB ("PubQ") erbjuder ett app-baserat kassasystem för bordsbokning, beställning och betalning som är integrerat mot kundens kassasystem i restaurangbranschen. Bolagets nuvarande lösningar inkluderar en white label-app i eget varumärke med lojalitetsprogram och marknadsföringsfunktioner, samt mjukvarulösningar för self-service checkout kiosks. Idag är 800 restauranger eller kaféer kontrakterade och anslutna till systemet, och totalt har över 600 000 gäster registrerats. Användarna återfinns främst i Sverige, Norge och Finland. Intäktsmodellen är en startavgift för app-branding baserat på kundens profil och därefter en transaktionsbaserad avgift.

Restaurangbranschen står inför en omfattande utveckling, där enkelhet vid beställning, bokning och betalning blir allt viktigare. Framgent vill bolaget lansera nya funktioner för att fortsätta hjälpa fler restaurangkunder att öka intäkterna genom digitala beställningar, vilket väntas driva snabbare uttrullning framöver. Omsättningen steg till 8,3 miljoner SEK år 2024 med ett positivt resultat.



Disclaimer



© 2025 Impala Nordic. All rights reserved.

Materialet och informationen som upprättats av Impala Nordic är inte att betrakta som investeringsrådgivning av något slag. Varje investeringsbeslut fattas självständigt och tas på egen risk. Finansiella instrument kan både öka och minska i värde, och det finns en risk att du inte får tillbaka investerat kapital. **Impala Nordic eller personer bakom Impala Nordic agerar garantiåtagare i CapSeks rådande företrädesemission.**

Denna analys är finansierad. Detta innebär att Impala Nordic har erhållit betalning från Bolaget för att upprätta analysen. Impala Nordic reserverar sig för eventuella faktafel, felskrivningar och feltolkningar i analysen.

Analytiker

Charlie Dahlström
charlie@impalanordic.se