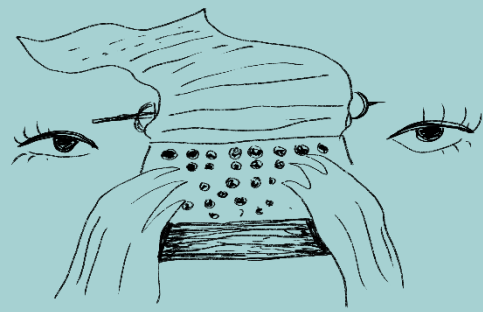




Katalysen Ventures

Rapportkommentar Q4'22



Katalysen Ventures redovisade minskad nettoomsättning och ökad rörelseförlust i det fjärde kvartalet. Kvartalet i siffror:

- Nettoomsättningen uppgick till 0,3 MSEK (2,1)
- Rörelseresultatet uppgick till -6,3 MSEK (-1,8)
- VPA uppgick till -3,27 SEK (-0,47)
- Periodens kassaflöde uppgick -4,0 MSEK (-6,5)
- Likvida medel vid utgången av kvartalet uppgick till 1,8 MSEK (5,4)

Viktiga KPI:er jämfört med föregående kvartal:

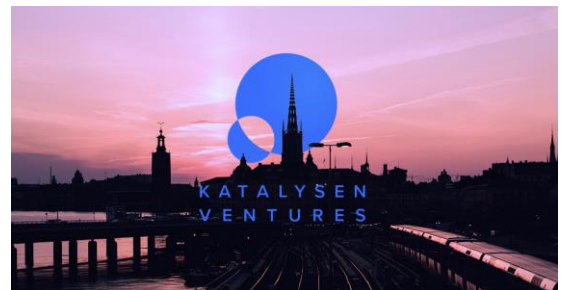
- Aktiva klienter uppgick till 13 (13)
- Nya klienter uppgick till 1 (0)
- Portföljvärdet uppgick till 188,5 MSEK (227,0)

Rapporten för det fjärde kvartalet var svag och vi kan konstatera att perioden präglades av utmaningar för Katalysen och dess portföljbolag. Flera innehav skrevs ned, varav en nedskrivning fick särskilt stor påverkan både på resultatet och portföljvärdet. Justerat för kapitalinvesteringar minskade portföljvärdet med cirka 19 procent jämfört med föregående kvartal, men ökade med cirka 1 procent för helåret 2022, vilket var betydligt lägre än våra förväntningar.

Sammanfattningsvis föranleder rapporten flera ändringar i våra estimat. Efter kvartalets utgång annonserade bolaget om en riktad emission som tillsammans med avyttringar ur portföljen och reduceringar av driftkostnader ska göra Katalysen kassaflödespositivt under 2023. Vi ser att detta kan utgöra en stabil bas att stå på för att generera fortsatta värdeökningar ur existerande portfölj.

Key stats

Lista	Spotlight
Ticker	KAV
VD	Peter AlMBERG
Aktiekurs	25,0 SEK
Antal aktier	6 675 209
Börsvärde	166,9 MSEK
Substansvärde	202,2 MSEK
Substansrabatt	21,2 %
Insiderägande	32,9 %



Analytiker

Pontus Fredriksson

pontus@kalqyl.se

Twitter: @silwerskold

Key Insights



Diversifierad portfölj

Katalysen har en portfölj med 26 innehav till ett värde om 188,5 MSEK. Vi tror att bolaget har kapacitet att teckna ytterligare minst två till tre nya samarbetsavtal avseende expertis under 2023.



Teamet

Teamet är Katalysens viktigaste tillgång och vår uppfattning är att bolaget besitter förutsättningar för att tackla flera av de utmaningar som unga företag i regel brukar stöta på. Detta ser vi som en bidragande faktor till att företagen i portföljen har potential att utvecklas positivt.



Kassaflödespositivt

Katalysen har en målsättning om att bli kassaflödespositivt under 2023. För att nå detta mål ska avyttringar ut portföljen prioriteras tillsammans med reduceringar av driftkostnader. Enligt bolaget har fem företag i portföljen utvecklats särskilt väl operationellt, vilket är en ökning med tre jämfört med föregående år. Vi ser potentiella försäljningar som kortsiktiga trigger för aktiekursen.

"Med vårt skärpta fokus och tro på en kommande vändning i marknaden ser vi fram emot att visa vår fulla potential under 2023".

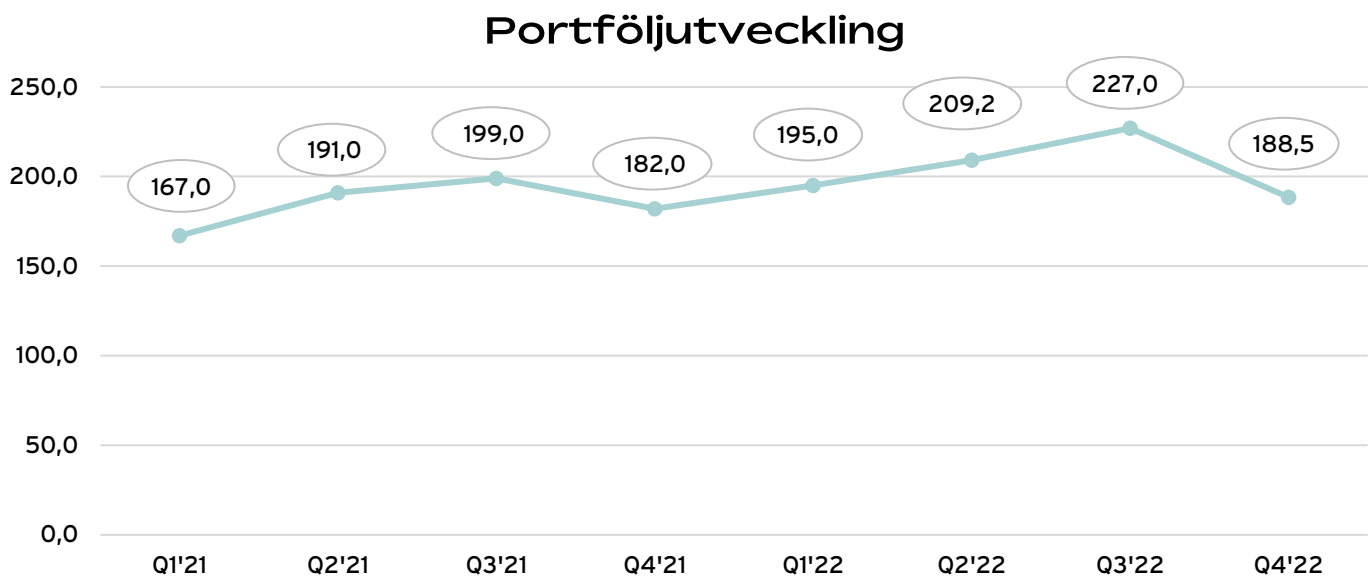
- VD Peter Almberg

Investeringscase

- Exponering mot onoterade tillväxtbolag
- Diversifierad portfölj
- Affärsmodellen sänker företagsrisker och har samtidigt potential att generera hög ROI
- Erfaret team
- Expertis utgör majoriteten av bolagets investeringar
- Mål om att bli kassaflödespositiva under 2023
- Ledning och styrelse har skin in the game
- Erkända namn på ägarlistan

Portföljutveckling

Portföljvärdet uppgick till 188,5 MSEK, vilket motsvarade en minskning med cirka 17 procent jämfört med föregående kvartal. Justerat för kapitalinvesteringar minskade portföljvärdet med cirka 19 procent. För helåret 2022 ökade portföljvärdet med cirka 1 procent justerat för kapitalinvesteringar, vilket var betydligt lägre än våra förväntningar. Utvecklingen i det fjärde kvartalet var främst hänförlig till att flera innehav skrevs ned, varav en nedskrivning fick särskilt stor påverkan på portföljvärdet. I den positiva vågskålen lyckades portföljinnehavet Skawen genomföra en kapitalanskaffning till högre värdering. Vidare ingick Katalysen ett samarbetsavtal avseende expertis med företaget bakom Varannan vecka, en konfliktförebyggande app för separerade föräldrar och deras barn.



Stor nedskrivning i okänt innehav

I mitten av december meddelade bolaget om en omfattande nedskrivning i ett okänt innehav, trots att ingen transaktion genomförts. Innehavet skrevs ned från 60,8 MSEK till 26,1 MSEK, vilket motsvarade en reduktion med hela 34,7 MSEK. I vår intervju med VD Peter Almqvist berättade han att nedskrivningen var hänförlig till att det uppstod ökad osäkerhet vad gäller ekonomi och organisation i detta företag under det fjärde kvartalet. Vi tolkar detta som att sannolikheten för att företaget ska lyckas i linje med det som Katalysen tidigare prognosticerade reducerades kraftigt.

Även om Katalysen inte nämnde företaget specifikt, så indikerade det tidigare marknadsvärdet för oss att nedskrivningen skedde i ett av bolagets största innehav, som dessutom hade en ambition om att ta in mer kapital till högre värdering via en serie A-runda. Vi antar att företaget är Payer Financial Services AB, dels på grund av att Katalysen nämnde i rapporten att Matchmeeting AB haft en positiv operationell utveckling, dels på grund av att marknadsområdet fintech minskade som exponering i portföljen från 42 till 33 procent jämfört med föregående kvartal. Payer Financial Services AB gick från att utgöra cirka 27 procent av portföljvärdet i Q3 till cirka 14 procent vid utgången av 2022. Nedskrivningen påverkade portföljvärdet kraftigt, men minskade samtidigt portföljkoncentrationen.

Finansiell utveckling i portföljbolagen

(MSEK)	2019		2020		2021	
Finans	Omsättning	Resultat	Omsättning	Resultat	Omsättning	Resultat
Payer FS AB	13,1	-5,5	14,0	-14,1	19,9	-23,6
Näktergal AB	3,2	-1,6	7,5	-3,1	4,4	-7,6
Omnione SA*						
Flinker AB	7,5	0,3	9,6	0,0	11,3	0,1
Sharpfin AB	3,3	-3,0	4,1	-2,1	4,6	-2,0
Annie Stacks Inc*						
Eucaps AB	0,0	-0,1	0,0	-1,1	0,9	-2,6
Conser SA*						
VenturePort AB	0,0	0,0	0,0	-0,1	0,0	-0,6
Edger Finance AB						
Totalt	27,1	-9,9	35,2	-20,5	41,1	-36,3
YoY %	n/a		29,9%		16,8%	
Digitala plattformar						
Matchmeeting AB	3,5	-0,3	4,7	-1,5	14,2	-2,1
iReality AB	2,8	-5,0	2,3	-6,3	2,3	-3,4
Alaco Analytics Ltd*						
OptiMobile AB	0,9	-3,6	0,5	-4,3	1,0	-3,8
Meal Makers AB	0,8	-0,3	2,2	0,0	1,9	-1,1
Swiperoom AB					0,0	-1,5
Alta Gradus AB	0,8	-0,1	1,8	0,1	0,7	-0,9
ConexBird OY*	1,1	-1,8		-2,8		-2,0
BeeMed SA*						
WebbEss AB			4,2	-3,9	12,4	-13,4
Totalt	9,9	-11,1	15,7	-18,7	32,5	-28,2
YoY %	n/a		58,6%		107,0%	
Other						
Manico AB	6,3	-0,3	5,7	0,1	7,7	-0,1
Vironova AB	65,2	-97,0	96,6	-103,8	111,0	-208,0
PRFKT Rights AB	5,6	-5,3	3,5	-5,3	4,7	-2,4
XTZ Group AB	19,5	-0,5	18,7	-0,2	14,8	-0,4
Skawen Holding AB	0,0	-7,0	0,0	-4,3	0,0	-6,0
Med4Cast SA*						
Totalt	96,6	-110,1	124,5	-113,5	138,2	-216,9
YoY %	n/a		28,9%		11,0%	

*Utländska innehav

Riktad emission

Efter utgången av det fjärde kvartalet meddelade Katalysen om ytterligare en riktad emission. Den riktade emissionen avsåg 805 000 nya aktier till de strategiska investerarna Alex Schütz och Klemens Hallmann, som även var tagare i den föregående emissionen. Emissionen genomfördes till en teckningskurs om 14,75 SEK, vilket tillförde Katalysen cirka 11,9 MSEK före transaktionskostnader (vilka beräknades uppgå till 0,01 MSEK). Utspädningen från emissionen var cirka 12 procent av antalet aktier och röster, medan den procentuella ökningen av antalet aktier uppgick till 14 procent.

Alex Schütz är grundare av C-Quadrat Investment, ett österrikiskt företag med över åtta miljarder euro i förvaltad kapital, som primärt investerar i tech-bolag. Tillsammans med Schütz undersöker Katalysen möjligheten att starta en fond. Vidare är Klemens Hallmann grundare av Hallman Corporate Group, som är ett österrikiskt företag med investeringar i bland annat fastigheter, finans och teknik.

Syftet med beslutet och skälet till avvikelserna från aktieägarnas företrädesrätt var att säkra framtida rörelsekapital på ett tids- och kostnadseffektivt sätt. Vidare antar vi att diskussionerna avseende fonden har utvecklats i rätt riktning. Vi ser det som ett positivt signalvärde att de som är delaktiga i dessa diskussioner vill utöka sitt ägande och inflytande i Katalysen. Det mest intressanta med emissionen var dock att Katalysen avser att kapitalet kommer bidra till att göra bolaget kassaflödespositivt under 2023.

Riktad emission	
	Antal aktier
Genomsnittligt antal aktier under Q3'22	5 870 209
Antalet nya aktier	805 000
Genomsnittligt antal aktier efter emissionen	6 675 209

Emissionslikvid före emissionskostnader	11,9	MSEK
Beräknade emissionskostnader	0,01	MSEK
Emissionslikvid efter emissionskostnader	11,9	MSEK
Utspädning*	12%	
Procentuell ökning av antalet aktier	14%	

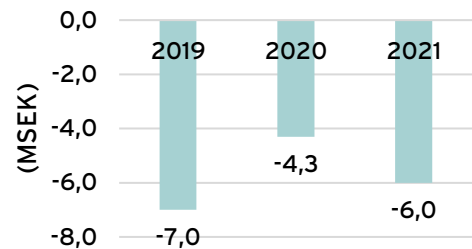
*(antalet nya aktier / totalt antalet aktier efter emissionen)

Kassaflödespositivt under 2023

Katalysens övergripande mål är att uppnå positivt kassaflöde under 2023. Målsättningen var samma under 2022, men bolaget misslyckades främst på grund av det ansträngda marknadsklimatet, vilket ledde till att verksamheten finansierades via riktade emissioner. Den stora skillnaden jämfört med föregående år är att Katalysen nu primärt kommer prioritera avyttringar ur portföljen och att bolaget arbetar mer proaktivt för att nå detta mål. Vidare ser bolaget även fler potentiella avyttringsvägar utöver serie A-rundor och andrahandsmarknaden, exempelvis pre-IPO, börsnoteringar och fondprojektet. Utöver detta lyfte Katalysen upp i rapporten att det ser möjligheter att genomföra avyttringar i fem företag, vilket är en ökning med tre jämfört med föregående år. Dessa företag är Skawen, Manico, Meal Makers, Näktergal och Matchmeeting AB. Sammanfattningsvis ser vi utökade möjligheter för att Katalysen ska nå målet, även om marknadsklimatet fortsatt utgör stora osäkerheter.

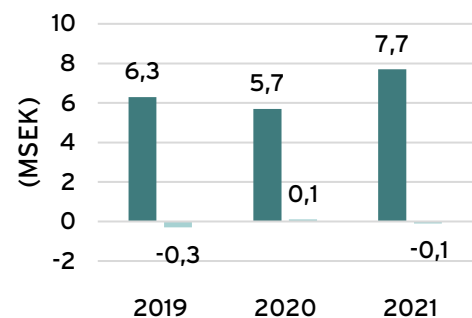


Skawen tillfördes rörelsekapital i Q4'22 genom en emission för att accelerera i utvecklingen. Emissionen övertecknades och i samband med detta meddelade styrelsen i Skawen att den gett bolagets ledning i uppdrag att påbörja förberedelserna under 2023 för en planerad börsnotering under H1 2024. De finansiella siffrorna indikerar att Skawen varit ett utvecklingsbolag fram till 2021, men enligt Katalysen finns nu företagets värme- och ventilationslösningar tillgängliga för stora och små fastigheter på tolv europeiska marknader².



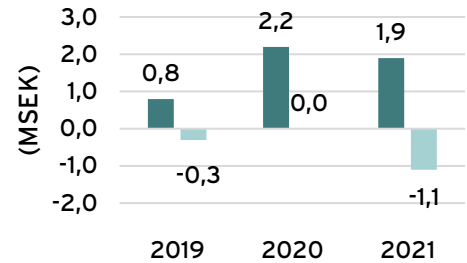
manico

Manico ökade omsättningen med cirka 35 procent under 2021 och resultatet uppgick till -0,1 MSEK. Med anledning av Katalysens optimism kring att genomföra avyttringar i detta företag antar vi ökad tillväxt för helåret 2022 under potentiell lönsamhet.

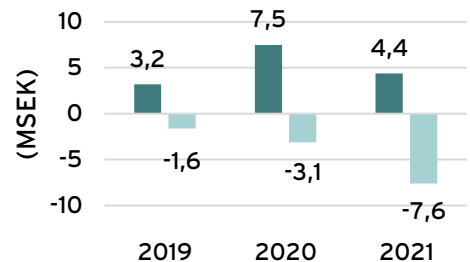




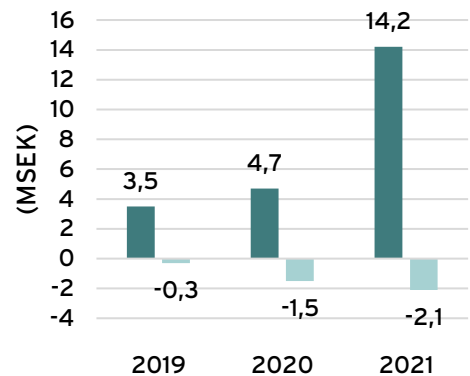
Meal Makers minskade omsättningen med cirka 14 procent under 2021 jämfört med föregående år. Resultatet uppgick till -1,1 MSEK. Vi ser dock en positiv trend för antalet sålda partier och användare under 2022, vilket antyder en positiv tillväxt för helåret 2022³.



Näktergal både minskade omsättningen och ökade förlusten under 2021 jämfört med föregående år. Med tanke på att företaget befinner sig i en tillväxt- och expansionsfas är den finansiella utvecklingen under 2021 oroande. Däremot ser vi att företaget ser ut att ha rätt förutsättningar för att bidra till en effektivare distribution av lån (främst bolån) till låntagare.



Matchmeeting ökade omsättningen med över 200 procent under 2021 samtidigt som resultatet var näst intill oförändrat. Företaget äger InvitePeople, som är en av norra Europas största virtuella plattform för evenemang, konferenser, möten och mässor. Kunder inkluderar bland annat Atlas Copco, Atea, Energiföretagen samt Jardine Matheson. InvitePeople prognosticeras öka i tillväxt genom fortsatt geografisk expansion av plattformen både i och utanför Europa samt genom merförsäljning. Tillväxten under 2021 och framtidsutsikterna indikerar att avyttringsmöjligheterna för Katalysen bör vara stora i detta företag. Matchmeeting har sedan tidigare avtal med europeiska investmentbanker om att ta in mer kapital till högre värderingar via en serie A-runda.

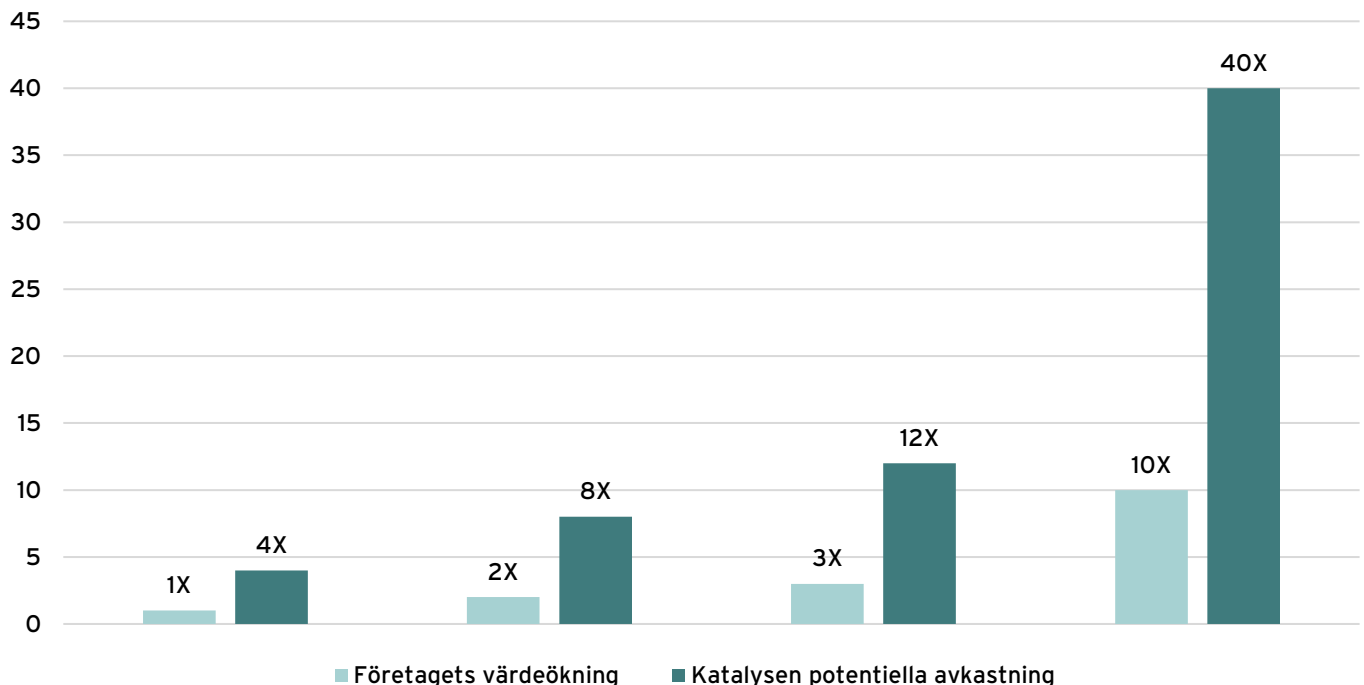


Minskade driftkostnader

I rapporten lyfte Katalysen också upp att driftkostnaderna prognosticeras minska med cirka 25 procent i Q2 2023, vilket kommer öka sannolikheten för att uppnå kassaflödeskraven. I vår intervju med VD Peter Almberg berättade han att reduceringarna främst kommer vara hänförliga till personalkostnader, eftersom organisationsförändringar kommer genomföras. I detta marknadsklimat har viss kompetens och längre erfarenheter blivit viktigare än andra. Organisationsförändringarna ska enligt VD Peter Almberg bidra till ett mindre, men mer erfaret team.

Vidare har investeringsverksamheten varit en stor post under 2022 och med anledning av det nya målet antar vi att kapitalinvesteringar kommer bli ytterst begränsade under 2023. Detta ligger i linje med bolagets tidigare kommunikation och de två senaste affärerna under 2022 som endast avsågs expertis. Detta bekräftades även av VD Peter Almberg i vår intervju¹. Vi är optimistiska inför att endast expertis kommer utgöra majoriteten av bolagets investeringar under 2023, eftersom den historiska avkastningen har varit betydligt högre på bolagets expertis än kapitalinvesteringar till följd av den naturliga hävstången i optionerna. Det aktuella marknadspriset på aktierna är oftast fyra gånger högre än Katalysens lösenpris, vilket är mycket fördelaktigt.

Inneboende värdeökning



Värdering

Antal aktier	6 675 209
Aktiekurs	25,0 SEK
Börsvärde	166,9 MSEK
Nettokassa	12,9 MSEK
Enterprise value	154,0 MSEK

Estimat

Katalysen hade vid utgången av 2022 ett ägande av optioner, aktier och konvertibler i 26 företag till ett totalt beräknat marknadsvärde om 188,5 MSEK. Utöver detta finns en kassa om cirka 13,7 MSEK efter den riktade emissionen, vilket ger ett substansvärde om cirka 202,2 MSEK.

I vårt huvudscenario utgår vi från att avyttringar ur portföljen kommer ske under 2023 till ett sammanlagt värde om cirka 25,0 MSEK. Vi antar att ett fåtal av transaktionerna kan ske till högre värderingar och att det är detta som primärt kommer driva portföljökningen tillsammans med nya samarbetsavtal avseende expertis. Därefter prognosticerar vi ökad portföljtillväxt, vilket främst är hänförligt till ett gynnsammare investeringsklimat och att flera portföljinnehav fortsätter att utvecklas positivt operationellt. Vidare har flera nedskrivningar skett under 2022, vilket rimligtvis borde innebära att en del av osäkerheterna redan är prisade i värderingarna. En risk för våra estimat är dock att ytterligare nedskrivningar potentiellt kan ske.

(MSEK)	2022	2023E	2024E	2025E	2026E
Portföljvärde exklusive kapitalinvesteringar	183,1	212,1	230,5	275,6	351,8
% y-o-y	1,0%	12,5%	20,0%	25,0%	30,0%
Avyttringar	0,0	25,0	20,0	10,0	40,0
Kapitalinvesteringar	31,0	5,0	10,0	5,0	20,0
Portföljvärde efter avyttringar och kapitalinvesteringar	188,5	192,1	220,5	270,6	331,8
Kassa efter avyttringar och kapitalinvesteringar	1,8	33,7	31,6	23,3	29,3
Operativt kassaflöde	-15,1	-12,1	-13,3	-14,0	-15,0
Kassa vid utgången av året	1,8	21,6	18,3	9,3	14,3
Substansvärde	190,3	213,7	238,8	317,7	346,1

Substansvärdet ger oss i sin tur ett börsvärde och en motiverad aktiekurs beräknat på 2026E. Vi anser dock att en substansrabatt om 40 procent på portföljvärdet är motiverat i dagsläget med anledning av att osäkerheterna är stora i företag i tidiga skeden, informationsgivningen kring innehaven i Katalysens portfölj är låg och att flertalet företag har ett akut finansieringsbehov.

Värdering					
(MSEK)	Portföljvärde	Substansrabatt	Portföljvärde + kassa	Substansvärde	Aktiekurs (kr)
2026E	331,8	40 %	213,4	213,4	31,97

Nedan följer potentiell avkastning för 2026E om Katalysen utvecklas likt våra estimat i huvudscenariot.

Potentiell avkastning			
Huvudscenario			
	Faktor	Procent	CAGR
2026E	1,28	27,9%	6,3%

Främsta risker

- Initialt kassaflödesnegativa
- Uteblivna försäljningar
- Risk för ytterligare utspädning
- Företagen i portföljen befinner sig i tidiga skeden med höga osäkerheter kopplade till sig
- Portföljkoncentrationen till enskilda företag är hög
- Sämre marknadsklimat kan påverka företagsvärderingarna
- Beroende av få nyckelpersoner

Källförteckning

1. <https://www.youtube.com/watch?v=JVQ7eI9neLU>
2. <https://mb.cision.com/Main/21469/3687245/1747311.pdf>
3. <https://www.mealmakers.se/>

Disclaimer

Kalqyl Analys Norden AB bedriver verksamhet avseende bolag- och aktieanalys där information har sammanställts utifrån källor som Kalqyl bedömer är tillförlitliga. Informationens riktighet kan Kalqyl dock inte garantera, och inget som skrivs i analysen ska eller bör betraktas som en rekommendation till investering av något slag.

Denna analys är en Uppdragsanalys där det analyserade Bolaget har ingått avtal med Kalqyl avseende analys. Analysen/erna publiceras antingen vid enskilt tillfälle, eller per löpande basis under avtalsperioden mot en sedvanlig ersättning.

Åsikter och slutsatser som återfinns i analysen är enbart avsedd för mottagaren. Kalqyl ska ej hållas ansvariga för vare sig direkta eller indirekta skador som orsakats av beslut på grund av information i denna analys.

Alla investeringar i finansiella instrument är förknippade med ekonomisk risk, och historisk avkastning ger ingen garanti för framtida avkastning. Kalqyl och samtliga medarbetare i organisationen får ej handla värdepapper i kundbolag från och med det tillfälle som ansvarig analytiker initierar arbetet med den aktuella analysen, och till dess att analysen varit publicerad i 48h.

Analytikern Pontus Fredriksson äger inga aktier i det analyserade bolaget.