



Bolagsanalys

av Impala Nordic
21 november 2025



IMPALA NORDIC

Northern CapSek Ventures AB

Bolagsanalys – Northern CapSek Ventures

Rabatterad tech-investerare med potentiell transformativ katalysator i samgående med portföljbolag

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.

Översikt

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 satellitdatatjänster 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.

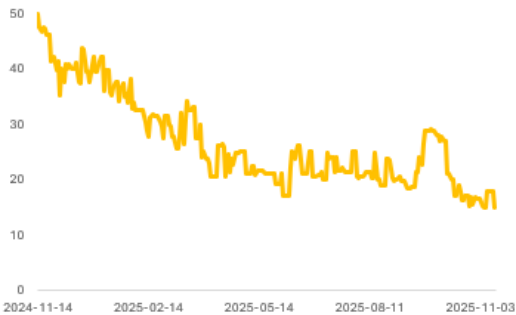
Need to know

- Potentiell transformation genom omvänt förvärv av Arctic Space som gör Arctic Space till operativ kärna och placerar CapSeks investeringsverksamhet i ett helägt dotterbolag. Arctic Space är ett sällsynt europeiskt NewSpace bolag inom försvarssegmentet med återkommande intäkter, säljpipeline på över 70 miljoner SEK och dokumenterad lönsamhet.
- CapSek investerar i svenska tillväxtkluster utanför Stockholm med etablerade partnernätverk. Den lokala förankringen ger tidigare access till case, gemensam due diligence och ofta mer investerarvänliga villkor.
- Bolagets portfölj omfattar elva innehav och är uppdelad i tre delar. “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, och därutöver har Bolaget två noterade innehav.
- Fas 2-bolagen har i genomsnitt vuxit 56 % per år de senaste tre åren och flera visar lönsamhet eller positivt kassaflöde. Fokus framåt är att fördjupa ägandet i vinnande innehav för högre inflytande och värdehävstång.
- Företrädesemission i oktober-november skiftet 2025 säkrade cirka 7,4 miljoner SEK före emissionskostnader, avsedd att möjliggöra den pågående strukturaffären med Arctic Space samt stödja Bolagets grundläggande strategi och uppföljningsinvesteringar.

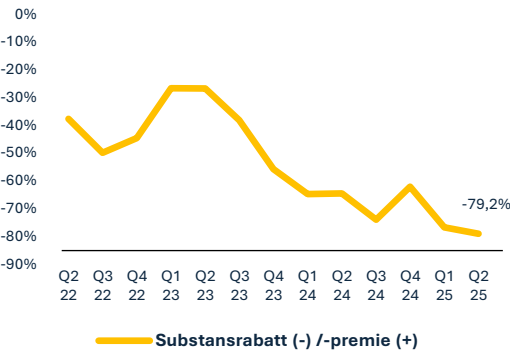
Översikt

Ticker	CAPS
Lista	Nordic SME Sweden
Aktiekurs	14,3 SEK
Antal aktier	441 862
Börsvärde	15,1 MSEK
VD	Henrik Jerner
Ordförande	Anders Lundkvist
HQ	Göteborg

Aktiekurs – utveckling i SEK



Substansrabatt – utveckling



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 %



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 efterfrågan. Arctic Space blir den ledande operativa verksamheten i den noterade strukturen, medan CapSeks investeringsverksamhet fortsättningsvis får flexibilitet för investeringar och avyttringar. En börsnoterad struktur ger Arctic Space möjligheter till framtida tillväxtkapital och förvärvsvaluta, medan CapSek bidrar med listningsstruktur, M&A-erfarenhet samt andra resurser. På längre sikt öppnas dessutom möjligheter till ytterligare strukturaffärer.

Unik portföljstrategi och etablerad plattform

CapSek ger exponering mot snabbväxande techbolag inom AI/ML, IoT och Gaming som är svåråtkomliga i onoterad miljö. Investeringar görs i scaleup-fas med bevisade affärsmodeller, där riskprofilen har sjunkit men intäktspotentialen återstår, vilket skapar utrymme för snabb värdeökning. Den regionala inriktningen på tillväxtkluster utanför Stockholmsområdet ger bättre tillgång till unika case och ofta mer attraktiva ingångsvärderingar. Modellen förstärks av aktivt ägarskap, saminvesteringar, partnerskap och ett team med starkt track record. Samtidigt ger portföljen en riktad exponering med en viss diversifiering över flera vertikaler.

Lägger fokus på snabbast växande portföljbolagen

Fler av CapSeks onoterade portföljbolag växer snabbt och tydliga vinnare håller på att utkristalliseras. Fas 2-bolagen har i snitt uppvisat 56 % årlig omsättningstillväxt de senaste tre åren, och Bolaget avser att fördjupa ägandet i dessa kärninnehav för ökat inflytande och värdehävstång. Målet är att successivt öka ägarandelarna med cirka 20 %, med bedömda exitfönster inom 2-4 år. Arctic Space framstår som den enskilt främsta värdedrivna, medan bland annat NODA, RockSigma och Arkimera även är potentiellt närliggande tillväxtbidrag. Bland Fas 1-bolagen framstår främst AI Medical som en möjlig värdedrivare på längre sikt.

Hög substansrabatt och uppvärderingspotential

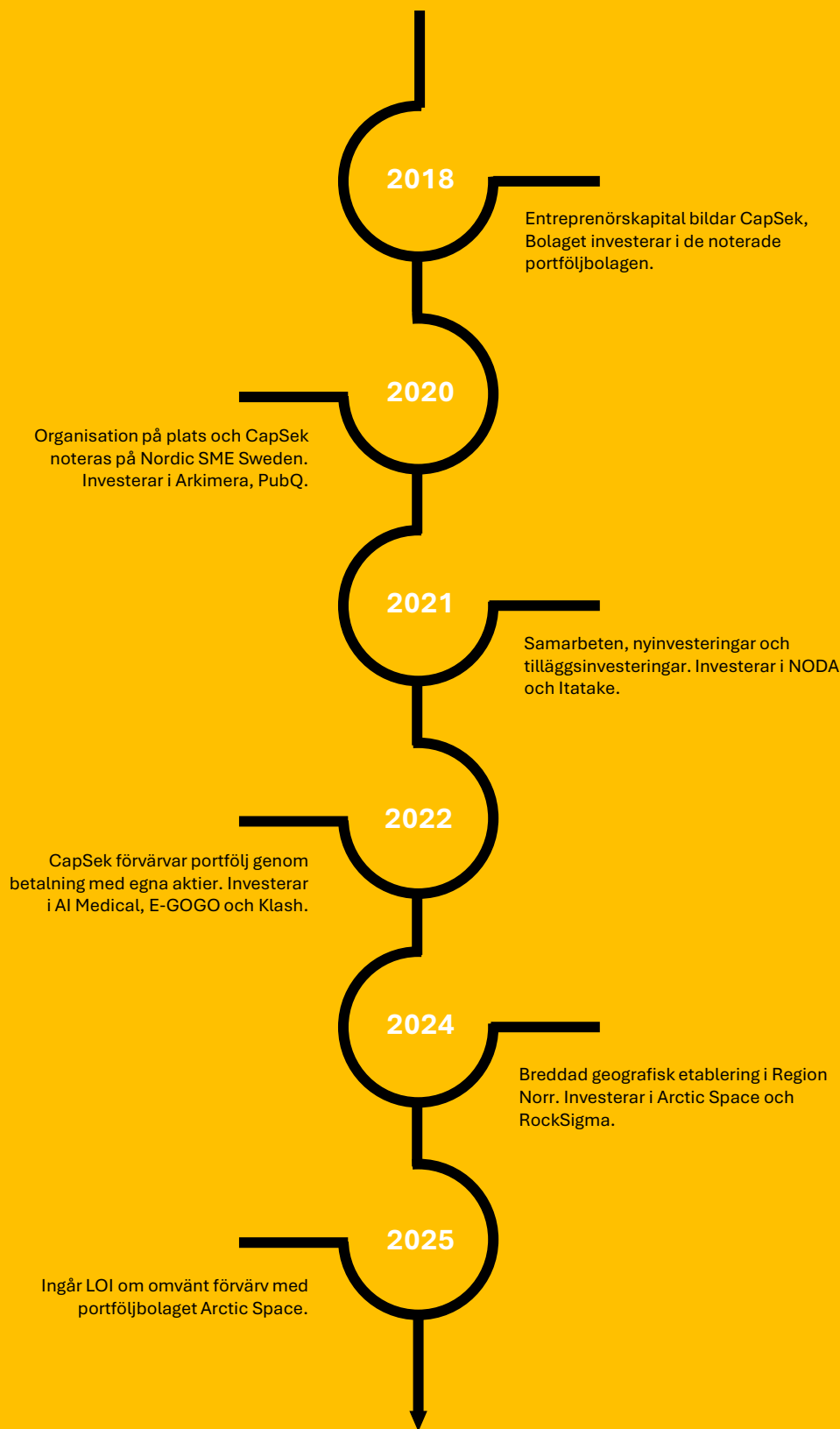
CapSek handlas till en väsentlig substansrabatt relativt portföljens underliggande värde. En anledning till detta är att det verkliga värdet av onoterade portföljbolagen oftast synliggörs först när de avyttras. Uppvärderingar i portföljens snabbväxande kärninnehav väntas gradvis synliggöra den dolda substansen, och selektiva exits kan bekräfta 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 har framöver regionalt fokus på tillväxtkluster i primärt norra Sverige där investerarbasen är relativt låg, vilket minskar konkurrensen om kvalitetscase och ger Bolaget starkare förhandlingsposition gentemot målbolag. I dessa miljöer fungerar andra aktörer främst som medinvestorer och kunskapspartners, snarare än direkta konkurrenter. Kombinationen av lokal närvaro, strukturerade samarbeten och relationsbaserad sourcing skapar bättre förutsättningar för en stark förhandlingsposition, tidigare access till transaktioner och högre träffsäkerhet i urvalet. Därmed ökar sannolikheten att investera i attraktiva ingångsvärderingar i bolag med tydlig skalbar potential.



Historik





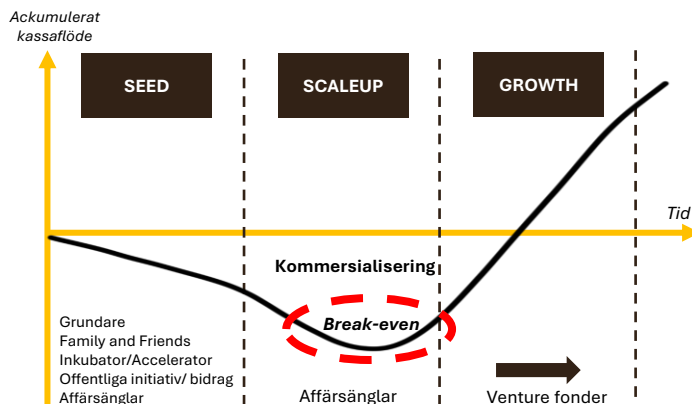
CapSek verksamhetsbeskrivning

Om bolaget

Northern Capsek Ventures AB ("CapSek" eller "Bolaget") är ett investmentbolag som investerar i snabbväxande techbolag i svenska tillväxtregioner. Bolaget fokuserar på bolag i scaleup-fas, med tyngdpunkt på mjukvarubolag med fungerande, skalbara affärsmodeller och B2B samt lösningar med förutsättningar att skala internationellt. Prioriterade områden inkluderar SaaS, Internet of Things (IoT), Artificial intelligence (AI)/ Machine Learning (ML) och Gaming. CapSek arbetar med ett uttalat geografiskt fokus utanför Stockholmsområdet, primärt i tillväxtregionerna Luleå/Skellefteå och Göteborg/Malmö. I dessa regioner finns god innovationskraft och begåvade techentreprenörer, men få investerare på plats vilket ökar sannolikheten att finna attraktiva ingångsvärderingar och stärker samtidigt CapSeks förhandlingsposition. Bolaget har därför lokal närvaro genom kontor i Göteborg och Piteå. För tillfället har CapSek elva bolag i portföljen, varav två är noterade, med ett kombinerat värde om cirka 44 miljoner SEK. Bolaget är listat på NGM Nordic SME sedan 2020.

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 utanför Stockholmsområdet, vilket ger möjlighet till attraktiva ingångsvärderingar. Genom att investera när riskprofilen sjunkit men omsättningen ännu inte nått full potential skapas utrymme för snabb värdeökning som successivt kan synliggöras i CapSeks balansräkning.

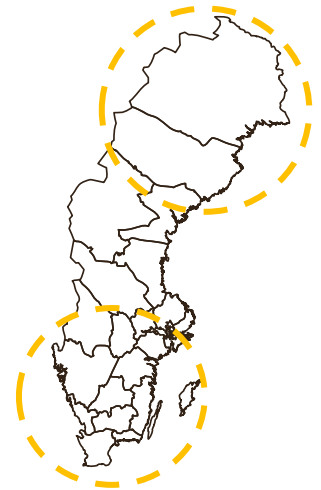


CapSek har som övergripande mål att etablera sig som en tongivande aktör inom riskkapital i sin utvalda nisch. Bolaget har som långsiktig målsättning att bygga upp en portfölj bestående av 20-25 portföljbolag, genom att genomföra upp till fyra investeringar per år. I de portföljbolag som bevisar en långsiktig leveransförmåga är målsättningen att genom tilläggsinvesteringar uppnå en ägarandel på uppemot 30 %. Bolaget vill skala förvaltad kapital stegvis med exits, som genererar kassaflöde för att investera ytterligare, samt uppvärderingar och kompletterande förvärv. På kort sikt är målsättningen för CapSek att nå ett förvaltad kapital överstigande 100 miljoner SEK. Detta genom att prioritera fortsatt värdeskapande i befintliga bolag, göra ytterligare nyinvesteringar i första hand i Sveriges norra tillväxtkluster samt att göra en eller flera strukturaffärer, exempelvis i form av samgående med ett produktbolag, andra investmentbolag eller förvärv av portfölj. En sådan strukturaffär har ingåtts avsiktsförklaring kring med portföljbolaget Arctic Space Technologies, läs mer om detta på sida 7.

Skilnad från Venture fond

CapSek skiljer sig från en traditionell venturefond utifrån flera aspekter. Bolaget har en evergreen-struktur med "permanent kapital", vilket minskar risken för tvångsförsäljningar och möjliggör för längre ägarhorisont. Bolaget tar ingen management fee, vilket sänker löpande kostnader och ger bättre skalbarhet. Vidare finns det ingen minsta insats, vilket breddar investerarbasen. Avkastningen är mindre utspädd tack vare ett begränsat vinstsplit via optionsprogram snarare än klassiska carry-upplägg. Investerare har likvid tillgång utan flerårig inlåsning av kapitalet. Transparensen är hög genom löpande rapportering och tydliga kvalitetskrav. Sammantaget ger strukturen starkare incitamentsalignment och större flexibilitet i kapitalallokeringen än i en tidsbegränsad fond.

CapSek – Geografiskt fokus



CapSek – övergripande tillväxtstrategier

Buy & Build

Samgående med kassaflödespositivt produktbolag

Främja nuvarande strategin

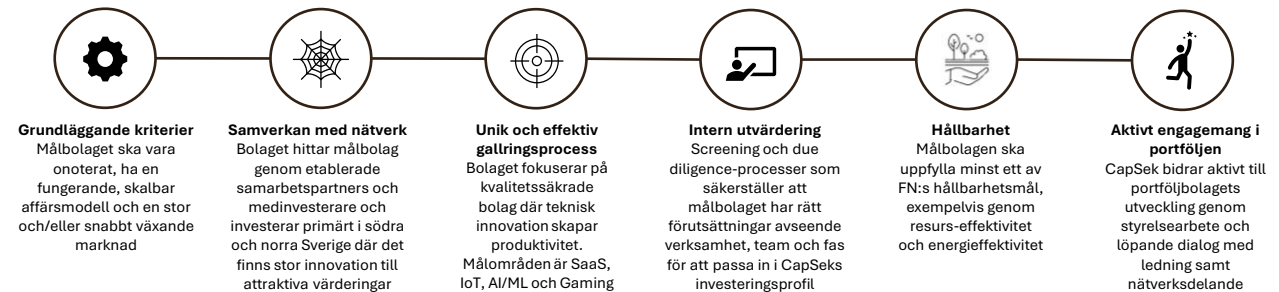
Förvärva kassaflödespositivt bolag som stärker den nuvarande strategin

Merger investmentbolag

Samgående med annat investmentbolag eller förvärva portfölj

CapSek verksamhetsbeskrivning fort.

Investeringsprocessens steg



Scourcing och samarbeten

Nya förvärvskandidater identifieras både genom CapSeks egna nätverk samt genom långsiktiga samarbeten med andra investeringsplattformar. Genom ett etablerat nätverk i svenska tillväxtkluster kring tillväxtregionerna på partnerskap och samarbeten skapas nätverkseffekter där CapSek får tillgång till många potentiella förvärvskandidater och ger Bolaget möjlighet att dra nytta av befintlig due diligence från aktörer i dessa ekosystem. Detta höjer sannolikheten att målbolagen har validerade affärsmodeller och i övrigt matchar CapSeks investeringskriterier. Bolaget samarbetar vidare aktivt med investeringsplattformar och aktörer i både norra och södra Sverige, bland annat Starbright Invest, Partnerinvest Norr och Almi Invest. Detta förstärker CapSeks möjlighet att identifiera och utvärdera potentiella investeringsmöjligheter i tidig fas, och öppnar även upp för möjligheter till saminvesteringar med samarbetspartners över hela södra och norra Sverige.

Aktivt engagemang

CapSek tar en aktiv ägarroll i bolagen som man investerar i. Detta görs dels genom styrelserepresentation eller via betrodda nätverkspersoner, och dels via en löpande dialog med företagsledningen. Vidare bidrar CapSek med ett stort nätverk av rådgivare, industrikunskap och investerar som portföljbolagen kan ta del av, och bistår även med initiativtagande i strategiskt viktiga frågor. Bolaget lyfter även vikten av aktieägaravtal som formaliserar styrning och skyddar minoritetsintressen, samt att befintliga investerar ofta är avgörande i expansionsfaser och finansieringsrundor.

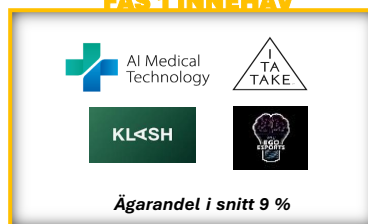
Portföljen

Per oktober 2025 består CapSeks portfölj av elva innehav: Arctic Space Technologies, RockSigma, Arkimera, E-Go, Hoodin, Itatake, Klash, Noda, PubQ, Spotr Group och AI Medical. Dessa portföljbolag är baserade runt hela Sverige. Bolagets portfölj är uppdelad i tre separata delportföljer; "Fas 2-bolag" avser de fem prioriterade onoterade innehaven som kommit längst i sin tillväxtresa och har tydligt skalbara modeller med hög tillväxt; "Fas 1-bolag" avser övriga onoterade innehav som har stor potential men ännu inte uppnått Fas-2 nivå; Därutöver har bolaget två noterade innehav. Givet svag utveckling i dessa och en betydligt starkare potential i övriga portföljen är fokuset begränsat på de noterade innehaven. Totalt har Capsek investerat cirka 48 miljoner SEK i den befintliga portföljen och avyttrat sex innehav.

FAS 2 INNEHAV



FAS 1 INNEHAV



NOTERADE INNEHAV

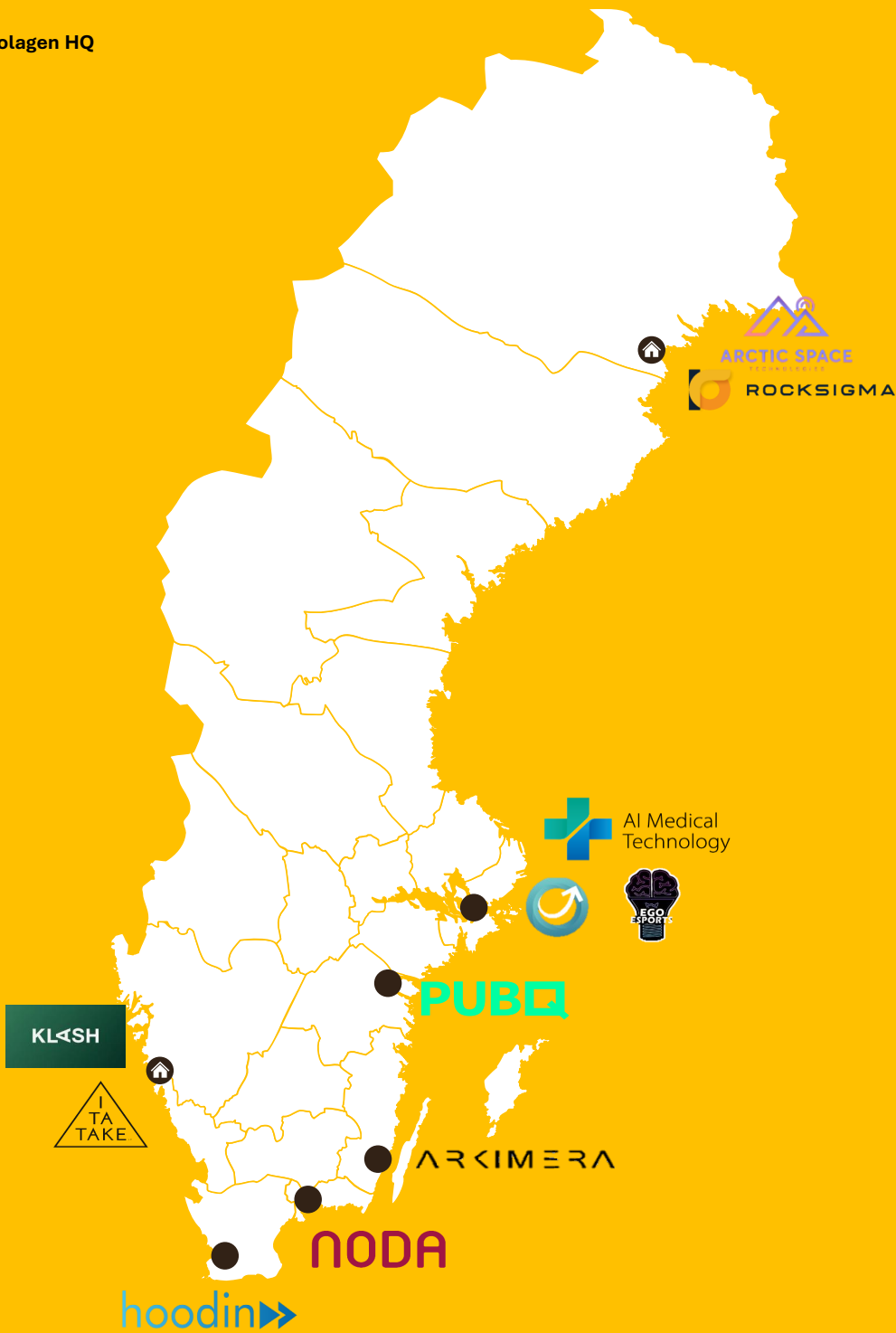




CapSek verksamhetsbeskrivning fort.

Geografisk närvaro

- CapSek kontor
- Portföljbolagen HQ





CapSek verksamhetsbeskrivning fort.

Potentiellt samgående med portföljbolaget Arctic Space Technologies

CapSek står inför en potentiellt genomgripande omställning av Bolagets inriktning. Under hösten har Bolaget intensifierat arbetet med att positionera sig mot ett mer fokuserat tillväxtcase kopplat till ett möjligt omvänt förvärv av portföljbolaget Arctic Space.

CapSek har ingått en icke-bindande avsiktsförklaring om att förvärva samtliga aktier i Arctic Space som inte redan innehas av Bolaget 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. Listning av Arctic Space avses ge en tillväxtplattform för konsolidering, tillgång till kapitalmarknaden och möjlighet att använda aktier som förvärvsvaluta. Samtidigt skulle CapSeks investeringsportfölj fortsatt förvaltas och expanderas genom ett helägt dotterbolag i den kombinerade strukturen.

Transaktionen är villkorad av s.k. due diligence-undersökningar från respektive sida samt av att parterna kommer överens om de närmare villkoren, inklusive värderingen av respektive bolag att utgöra grund för att fastställa utbytesförhållandet (dvs. antalet Vederlagsaktier), och ingår bindande avtal. Utbytesförhållandet ska fastställas baserat på en EBITDA-multipel för Arctic Space och CapSeks substansvärde justerat för en överenskommen substansrabatt. CapSek äger idag cirka 2 % av Arctic Space.





Arctic Space Technologies verksamhetsbeskrivning

Om Arctic Space Technologies

Arctic Space är ett rymdteknikbolag verksamt inom marksegmentet och tillhandahåller tjänster inom satellitkommunikation (SATCOM) för satellitoperatörer. Bolaget erbjuder satellitdatatjänster baserat på modern molnarkitektur som möjliggör för effektiv datakommunikation genom nedlänkade av satellitdata från satelliter till markantenner till molninfrastruktur såväl som fiberförbindelser till närliggande datacenter. Arctic Space driver en avancerad markstation i Piteå som är godkänd som skyddsobjekt av Länsstyrelsen i Norrbotten. Bolaget planerar även ytterligare etableringar samt utbyggnad av befintlig station och dess IP. Kommersiella applikationer med civila och försvarsrelaterade tillämpningar, såväl som forskningsområden, är beroende av effektiv nedlänk av satellitdata, och marknaden växer snabbt.

Kunderna är främst stora internationella aktörer samt institutioner som använder satelliter för geologiska och meteorologiska observationer, för försvar och säkerhet samt för kommersiell satellitkommunikation. På kundlistan återfinns bland annat Starlink-utmanaren OneWeb (numera Eutelsat OneWeb), European Space Agency, Airbus Defence and Space, Viasat, Bradford Space och andra stora internationella aktörer. Bolaget 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 och placerar därmed bolaget bland Sveriges mest snabbväxande företag.

Erbjudandet

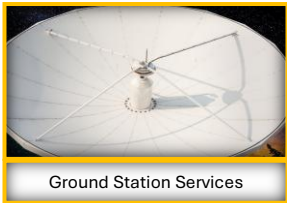
Arctic Space levererar idag "Ground-Infrastructure-as-a-Service" ("GISaaS"), vilket innebär att man tillhandahåller infrastrukturen som krävs för att kunder ska kunna etablera och driva sina egna antenner på bolagets markstation. Arctic Space tillhandahåller all infrastruktur under och vid sidan av antennen, och erbjuder direkta fiberförbindelser till närliggande datacenter, rack-miljö i datacenter samt anslutning vidare till kundens egen molnmiljö. Kärnan i erbjudandet är en nordlig latitud med robust och säker infrastruktur, vilket ger hög överflygningsfrekvens för satelliter i låg omloppsbana (Low-Earth Orbit) ("LEO") och snabb datahantering. Tjänsteutbudet omfattar infrastruktur genom hosting och co-location, samt full hantering av markstationstjänster. Arctic Space säkerställer upptid 365 dagar om året mot en fast månadskostnad och ansvarar även för licenser och kontakt med myndigheter. Trafiken kan ledas vidare till vald IT-miljö, i kundens eget moln eller via direktdragna fiberförbindelser till närliggande datacenter drivet av flertalet telecom och infrastrukturpartners. Markstationstjänsterna omfattar drift av satellitpass, TT&C (telemetri, spårning och styrning) samt mottagning och överföring av data. Arctic Space utvecklar och levererar högpresterande system som är integrerade i bolagets egen molnbaserade driftplattform, Satellit Management Network (SMN).

**Arctic Space Technologies
möjliggör för banbrytande
hantering av satellitdata i
den nya rymd-eran**

**Utnämnd till Årets Gasell i
Norr 2025 av DI**



Hosting & Co-location



Ground Station Services

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 skräddarsydda, säkra och långsiktiga marklösningar än vad standardiserade GSaaS-tjänster erbjuder.

Urval av 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

Strategisk geografisk placering

Arctic Space driver markstationer i norra Sverige, där den geografiska placeringen är strategisk. I höga latituder, det vill säga polarregionen, passerar de flesta satelliter i låg omloppsbana (LEO) mer frekvent på grund av jordens rotation, vilket gör det möjligt att hämta data många gånger per dygn genom antenner stationerade i dessa områden. Detta ger snabbare nedladdning (connectivity) och kortare fördröjning (latency), något som är kritiskt för kommersiella satellitoperatörer. Utöver detta är placeringen av markstationen i Piteå även strategisk då den har bra anslutningar till infrastruktur såsom nationellt kopplade fibernätverk och även flygplatser för fysisk transport. Vidare så är norra Sverige generellt sett skyddat från extremväder, något som annars är en risk för satellitantenner.

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





Arctic Space Technologies verksamhetsbeskrivning fort.

Affärsmodell

Affären bygger på fleråriga drift- och serviceavtal som ger återkommande och förutsägbara intäkter. Kontrakten är relativt långa, det kortaste är tre år och sedan har bolaget även 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. Arctic Space äger inte antennerna på markstationen i Piteå och har ett tomträttsavtal för marken. Vidare så är markstationen integrerad med fiberförbindelser till ett klimatpositivt datacenter drivet av partnerbolaget EcoDataCenter och samarbeten med flertalet andra partners, vilket möjliggör säkra och snabba dataflöden för kunder med höga krav på säkerhet.

Tillväxtstrategin är att expandera sitt nätverk av markstationer, stärka samarbetet med satellitoperatörer och molntjänstleverantörer samt utveckla sin närvaro inom försvarsindustrin. Samtidigt fokuserar Arctic Space på att stärka sin IP genom att vidareutveckla antennsystemet och det molnbaserade SMN nätverket, exempelvis genom att öka graden av automation, prestanda och säkerhet. Detta höjer kundernas bytes-trösklar, förbättrar intäktsmöjligheter och gör affärsmodellen mer "sticky". Samtidigt utvärderas vidareutveckling av erbjudandet till Ground-Station-as-a-Service (GSaaS), utöver nuvarande GISaaS-modell, mer om detta på sida 11.

Kundcaset OneWeb

Arctic Space har i närtid tecknat flera betydande kundavtal, både med nya aktörer och tilläggsavtal med befintliga kunder. En av Arctic Space största kunder under de senaste åren har varit Starlink-utmanaren Oneweb, som 2022 gick samman med franska Eutelsat och går numera under namnet Eutelsat OneWeb. Eutelsat OneWeb erbjuder internettjänster inom "low orbit" och har även ett joint venture med Airbus Defence and Space. Under 2023 och 2024 byggde kunden antenner på Arctic Space markstation i Piteå, som nu har uppdrag att sköta kontakten med Eutelsat OneWebs satelliter i ett kontrakt som är skrivet över tio år.

Målsättning och framtid

Sedan starten har Arctic Space varit kassaflödespositivt och hittills tecknat avtal värda väl över 100 miljoner SEK. Arctic Space har för tillfället cirka 35 antenner på markstationen, vilket gör bolaget till en storspelare i Norden. Bolaget genomförde nyligen en omorganisation då man också rekryterade en ny styrelse.

Installationen av Eutelsat OneWeb antenner 2023 och 2024 skapade en tillfällig intäktsstopp som bidrog till att omsättningen översteg 30 miljoner SEK för det brutna räkenskapsåret 2023/24. Under 2024/25 har intäktsmixen normaliserats när etableringsprojekt i samma storlek inte genomförts, samtidigt som återkommande driftintäkter ökar i betydelse. Mönstret är i linje med affärsmodellen där större etableringar ger toppar ett enskilt år och därefter konverteras till löpande hostingavgifter, vilket stärker den underliggande basen av återkommande intäkter och ger goda förutsättningar för fortsatt skalbar tillväxt.

Fokuset framåt är att vidareutveckla affärsstrategin, öka rekryteringen och etablera nya platser internationellt. Man tittar på andra områden i hög latitud för eventuella markstationer, till exempel Grönland och Kanada. Tekniskt sett är målet att bygga en global infrastruktur som kan hantera nästa generations satellitkommunikation. Bland annat arbetar bolaget med att lansera nya tjänster som integration av satellitkommunikation med 5G-nätverk.

Konsolideringsmöjligheter för Arctic Space

Arctic Space verkar i en kraftigt växande marknad för marksegmentet inom SATCOM, driven av fler satelliter, ökade datavolymer och snabbt växande rymdbudgetar. Här har bolaget möjlighet att konsolidera på marknaden, som ett snabbt växande bolag inom segmentet, med starka kassaflöden och en potentiellt framtida fördelaktig organisationsstruktur för förvärv med CapSek.

Om det omvända förvärvet med CapSek genomförs kan Arctic Space som börsnoterat bolag i framtiden använda noterade aktier som förvärvsvaluta. Capsek bidrar här med erfarenhet kring listningsstruktur, M&A erfarenhet och legala samt finansiella resurser. Börsnotering möjliggör också generellt bättre tillgång till tillväxtkapital och är därmed ett viktigt steg för internationell expansion.

Målsättning att "göra ordentligt avtryck på rymdindustrin och driva verklig förändring"

Konsoliderings-möjligheter inom marksegmentet



Marknaden för Arctic Space Technologies

SATCOM – Markstationens roll

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 nedlinkas från rymden till jorden – ett steg som kräver avancerade markstationer med antennsystem.

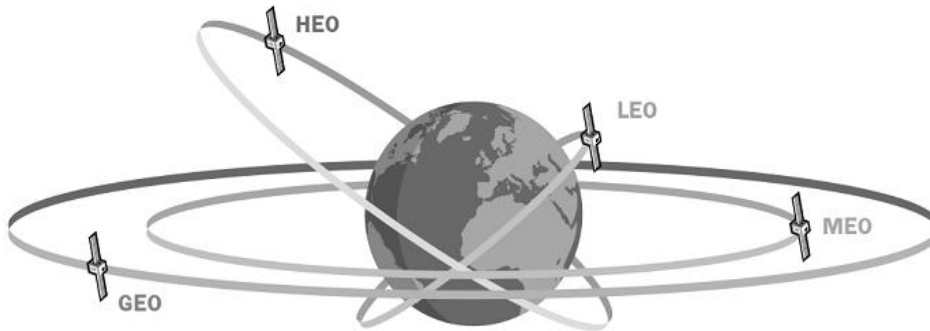
En markstation utgörs av ett komplext system av antenner, radiofrekvensutrustning, nätverksnoder och programvara som tillsammans möjliggör tvåvägskommunikation mellan satellit och mark.¹ Här sker bland annat mottagning av nyttolastdata (t.ex. radar-, bild- eller sensordata), överföring av styrkommandon, övervakning (telemetri), samt vidarekoppling till molninfrastruktur eller datacenter för lagring av satellitdata.

Markstationen för LEO satelliter

För satelliter i låg omloppsbana (LEO), som är i fokus för Arctic Space, är omloppstiden relativt kort, där ett typiskt varv runt jorden tar cirka 90-120 minuter. Detta gör LEO särskilt väl lämpad för fjärranalys och högupplöst jordobservation, eftersom den höga revisittakten möjliggör snabb dataöverföring och nära realtidsleverans av satellitdata.²

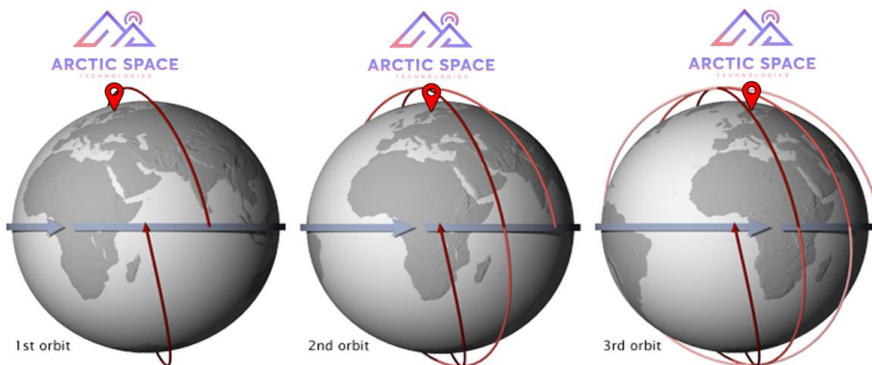
Den korta passagetiden över markstationer ställer höga krav på stationens geografiska placering för att maximera antal dagliga kontakter. I höga latituder, såsom i norra Sverige, passerar polära LEO-satelliter upp till 9 gånger per dag.³ Tillgång till denna typ av infrastruktur har blivit en kritisk flaskhals i takt med att antalet satelliter och datavolymer ökat explosionsartat.

Typen av satellitbanor



Källa: Everything RF. 2018

Arctic Space geografiska placering för LEO



Källa: Bolaget

1. Satellite Markets & Research. 2024. Trends in the Satellite Ground Segment Market.
 2. EOS Data Analytics. 2025. Types Of Satellites: Different Orbits & Real-World Uses.
 3. Arctic Space Technologies. 2025.

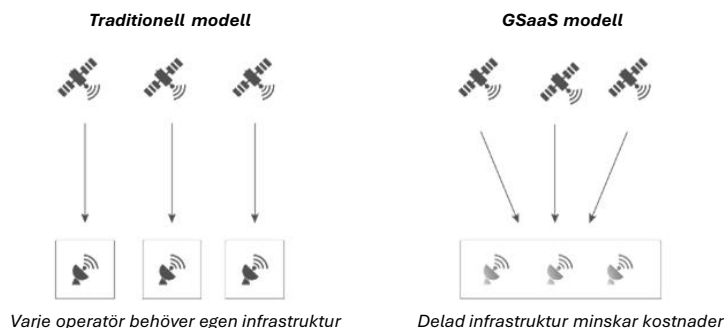


Marknaden för Arctic Space Technologies fort.

Skifte mot service-modeller för markstationer – GSaaS och GISaaS

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 och betalar per minut eller per nedladdning av satellitdata.⁴

Jämförelse mellan traditionella och GSaaS-modellen



Källa: Astralintu Space Technologies

GSaaS beskrivs som en betydande evolution inom satellitkommunikation då operatörer kan skala upp eller ned sin markkapacitet efter behov utan att begränsas av fysiska stationer, vilket är kritiskt när konstellationer växer och behoven varierar. GSaaS-leverantören ansvarar också för att hantera tekniska utmaningar åt kunderna och upprätthålla en effektiv driftmiljö för antennerna. Dessutom möjliggör ett distribuerat GSaaS-nätverk att data kan nedlänkas nära sitt användningsområde, vilket minskar fördröjning och ökar tillgängligheten på informationen i realtid. Denna flexibilitet i marksegmentet ses som avgörande för nästa generations satellitsystem, inte minst för de omfattande IoT- och 5G-satellitnätssatsningarna.⁵

GSaaS-modellen attraherar både "NewSpace" startups, som saknar resurserna att etablera egna markstationer, och etablerade satellitoperatörer som efterfrågar flexibilitet och kostnadseffektivitet. Ett särskilt intressant användningsområde är just satellitoperatörer med behov av ett globalt nät av markstationer, för att hantera datatrafiken och skala sina operationer. Hit räknas exempelvis Eutelsat OneWeb, som Arctic Space redan samarbetar med. Aktören bygger en bredbandskonstellation i LEO och har därav ett behov av polära gateway-stationer.

Inom GSaaS-området har Arctic Space sin kärnverksamhet inom en hosting-baserad affärsmodell som kan beskrivas som Ground-Infrastructure-as-a-Service (GISaaS). Affärsmodellen skiljer sig från det mer traditionella konceptet Ground-Station-as-a-Service (GSaaS) genom att kunderna i GISaaS typiskt har fullt ägarskap och kontroll över sina antenner, snarare än att köpa enstaka tidsdelade kontakttillfällen på delade antenner i markstationen. Samtidigt erbjuds stora delar av det typiska GSaaS-erbjudandet i form av i stort sett all annan infrastruktur under och vid sidan av antennen. Då GISaaS-modellen innebär att kunderna äger sina egna antenner kan denna modell möta behoven hos kunder som kräver mer skräddarsydda, säkra och långsiktiga marklösningar än vad standardiserade GSaaS-tjänster erbjuder. Detta genom att kunden erbjuds dedikerad, heltäckande infrastruktur i strategiskt viktiga geografiska lägen, utan att själva driva anläggningen.

Arctic Space har signalerat att man även vill bygga upp egna antennsystem för ett "rent" GSaaS-erbjudande. Det har tidigare kommunicerats att bolaget vill bygga och integrera en egen stor höghastighetsantenn vid anläggningen i Piteå och lansera en ny tjänst som möjliggör "multi-mission" satellitkontakt för flera kunder parallellt. En sådan utveckling skulle utöka erbjudandet till GSaaS då man kan sälja tid på antennen till olika kunder per pass, och därmed kan attrahera kunder som behöver markkapacitet men inte själva vill äga eller driva en sådan anläggning. Att Arctic Space uttryckt att de vill utveckla denna kapacitet indikerar att de siktar på att röra sig uppåt i värdekedjan – från enbart hosting av kunders antenner, till att själva äga antenner och sälja markpass per styck eller per datavoly, precis som etablerade GSaaS-aktörer gör.

**Möjligheter att utöka
erbjudandet till ren GSaaS**

4. Astralintu Space Technologies. 2025. Ground Station as a Service (GSaaS): The Key to Affordable, Scalable Satellite Operations
5. Viasat. 2024. How Ground-Segment-as-a-Service supports next-generation satellite communication



Marknaden för Arctic Space Technologies fort.

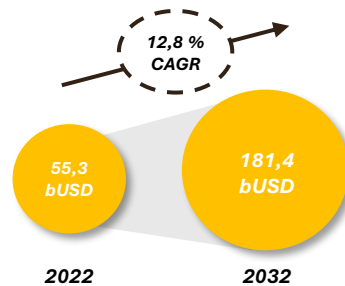
Adresserbar marknad – Marksegmentets storlek, tillväxt och trender

Marknaden för ground segment (marksegmentet), där Arctic Space är verksamt, förväntas växa snabbt de kommande åren. Fram till 2032 förväntas segmentet växa med 12,8 % per år (CAGR) och nå ett totalt, globalt marknadsvärde om cirka 181,4 miljarder USD i slutet av perioden. Drivkrafterna bakom tillväxten är främst ett ökande antal satellituppskjutningar, större datavolymer och snabbt växande rymdbudgetar som främst är kopplade till försvar.⁶

Antalet satelliter i omloppsbana har ökat dramatiskt under det senaste decenniet. År 2024 sköts cirka 2 900 objekt, till allra största del satelliter, upp i rymden. Detta antal kan jämföras med knappt 200 per år för bara tio år sedan. Av dessa står USA för en överväldigande majoritet på nästan 80 % av alla uppskjutna objekt 2024, men andelen utanför USA ökar. Europa sköt kombinerat upp över 100 satelliter år 2024. Ökad aktivitet återfinns även bland de nordiska länderna.

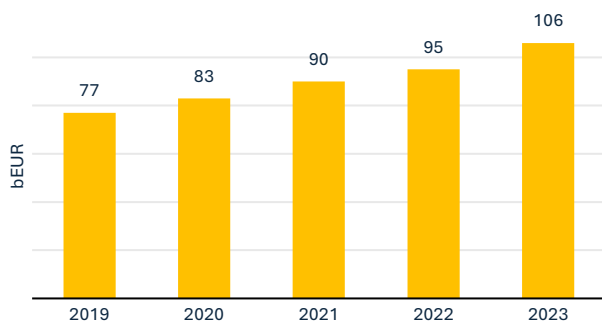
Prognoser från flertalet institut visar på att det ökade antalet satelliter i omloppsbana endast är början - så många som 70 000 satelliter, främst inom just LEO, förväntas skjutas upp under de kommande fem åren.⁷ Detta visar på det växande behovet av välplacerade markstationer med låg latens och snabb uppkoppling mot moln eller datacenter.

Parallellt ökar de globala rymdbudgetarna i snabb takt, där den enskilt största tillväxtnmotorn är den militära upprustningen i rymden. År 2023 stod förvärsrelaterade tillämpningar för totalt 50,2 % av de globala utgifterna, som totalt uppgick till cirka 106 miljarder EUR - första gången i modern tid som andelen försvarstillämpningar översteg civila.⁸



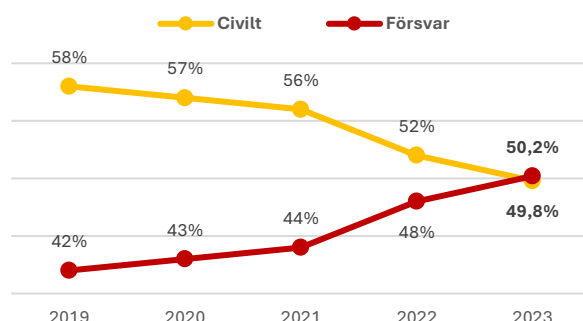
70,000 satelliter förväntas skjutas upp under de kommande fem åren

Globala rymdbudgetar – utveckling



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

Rymdbudgetar – andel av civila- & försvarsrelaterade tillämpningar



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

NATO och EU budgeterar över 800 miljarder SEK i flerårsplaner för säkerhetsrelaterad rymdverksamhet. Drivkrafterna inkluderar behov av krypterad militär kommunikation, övervakning via satellit, samt robusta system för positionering och tidssynkronisering i militära operationer.

Till skillnad från kommersiella aktörer, som ofta kan acceptera delade resurser, ställer militära och statliga användare ofta krav på högsta möjliga Service Level Agreements (SLAs), strikt informationssäkerhet och kontroll över vart data hanteras rent juridiskt. Just suveränitet och jurisdiktion är nyckelord - militära och statliga användare vill att data från deras satelliter tas ned inom eget eller allierat territorium, under nationella regelverk, vilket gynnar aktörer som kan erbjuda regionalt anpassade marklösningar.

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. Samtidigt finns det även trender som pekar mot att även GSaaS-upplägg i form av fullständigt "delad" infrastruktur blir aktuellt även för försvarstillämpningar. Ett tydligt exempel på detta är att det amerikanska försvarsdepartementet och flygvapnet på senare tid börjat kontraktera kommersiella GSaaS-leverantörer för att snabbt öka sin satellitkommunikationskapacitet.⁹

6. Acumen Research and Consulting. 2023. Satellite Ground Station Market.

7. Goldman Sachs. 2025. The global satellite market is forecast to become seven times bigger

8. Euroconsult, Government Space Programs, 23rd Edition, December 2023.

9. Via Satellite. 2021. Renting the Ground: The Growing Future of Ground Segment as a Service

CapSeks innehav – resterande Fas 2-bolagen

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 de 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. NODA samarbetar med globala industriledare, däribland ABB, Daimler Trucks och Kamstrup. Longrun Capital, fastighetsmiljardären Johan Ljungbergs riskkapitalbolag, är medinvestorare tillsammans med CapSek i NODA, vilket stärker såväl finansieringsmöjligheter som nätverk.

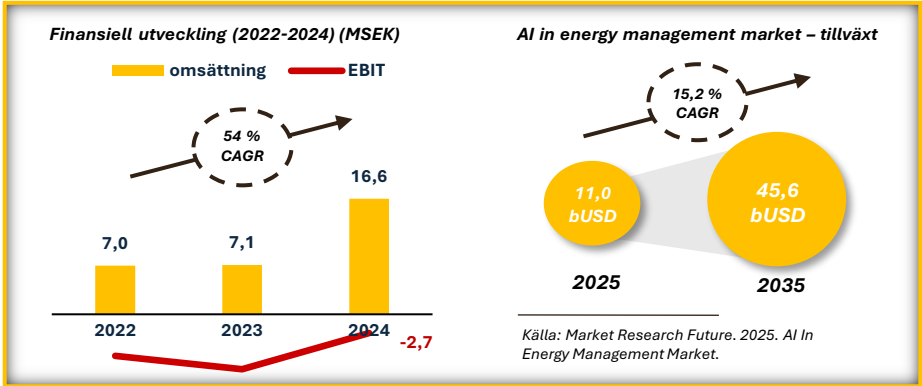
Under året har NODA fortsatt sin internationella expansion med flera strategiskt viktiga avtal och partnerskap som markerar en tydlig kommersiell framgång och växande närvaro på den europeiska marknaden, med affärer i bland annat DACH-regionen, Norge och Polen. Exempelvis ingick NODA i slutet av september ett strategiskt partnerskap med det norska bolaget Bember, som är verksamma i fastighets- och finanssektorn och har ett nära samarbete med Siemens. Partnerskapet öppnar nya kanaler mot denna sektor i Norge och Europa. Samarbetet bygger på en gemensam SaaS-modell med fleråriga avtal, vilket väntas driva återkommande intäkter och accelerera NODAs europeiska expansion. 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 %), och en 75 % ökning av månatligen återkommande intäkter (MRR), men bolaget är ännu inte lönsamt.

Säte Karlshamn, Sverige
Investerat kapital 4,8 MSEK
CapSeks ägarandel ca. 11 %

NODA

NODA - kommersiella affärer under året

- Vunnit upphandling i Polen tillsammans med en lokal partner gällande AI-baserad intelligent styrning av över 1 000 fjärrvärmecentraler under uppvärmningssäsongen 25/26. Projektet väntas generera intäkter på cirka 1 miljon SEK under första säsongen.
- Leverans av energistyrning till en fabrik inom en större tysk industrikoncern. Projektet motsvarar cirka 1,5 miljoner SEK i ARR.
- Affär med ett större fjärrvärmenät i DACH-regionen som följd av samarbete med en global aktör inom energi och automation. Ordervärde motsvarande cirka 1 miljon SEK.



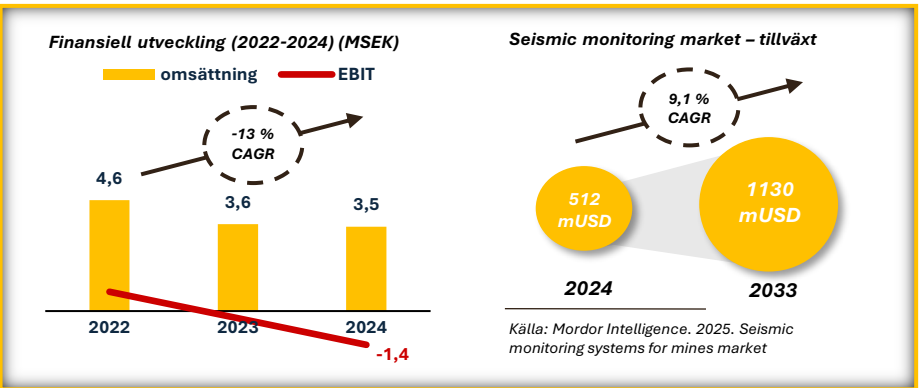
RockSigma

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). Bolagets unika algoritmer och självlärande modeller omvandlar enorma mängder akustiska sensordata till insikter om berggrunden, med hög precision för att lokalisera och karakterisera skalv. LKAB har varit partner och första 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.

Säte Luleå, Sverige
Investerat kapital 1,5 MSEK
CapSeks ägarandel ca. 5 %

 ROCKSIGMA





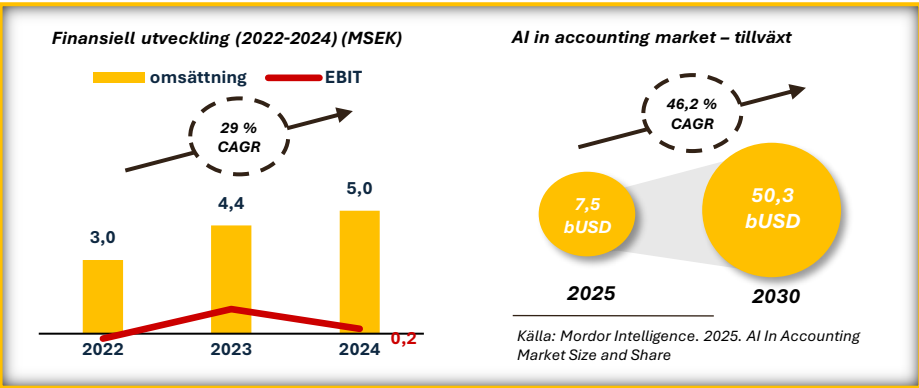
CapSeks innehav – resterande Fas 2-bolagen fort.

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. Intäktsmodellen är 100 % återkommande intäkter och churn har historiskt varit mycket låg.

På Arkimeras pilotmarknad (Sverige) utgör AzoraOne ryggraden i senaste generationens automatiseringstjänster hos systemleverantörer som exempelvis Björn Lundén, Briljant Ekonomisystem och Hogia. Systemleverantörerna erbjuder i sin tur Arkimeras lösning som antingen integrerad white label-lösning eller som stand alone-tjänst. Bolaget har i dagsläget sex partners och cirka 23 000 slutkunder. Arkimera lanserar nu en ny, unik funktion för helautomatiserad bokföring, initialt tillsammans med befintliga partners, vilket kan öka värdet per kund och skapa betydande framtida intäktpotential över tid.

Säte Kalmar, Sverige
Investerat kapital 2,0 MSEK
CapSeks ägarandel ca. 6 %

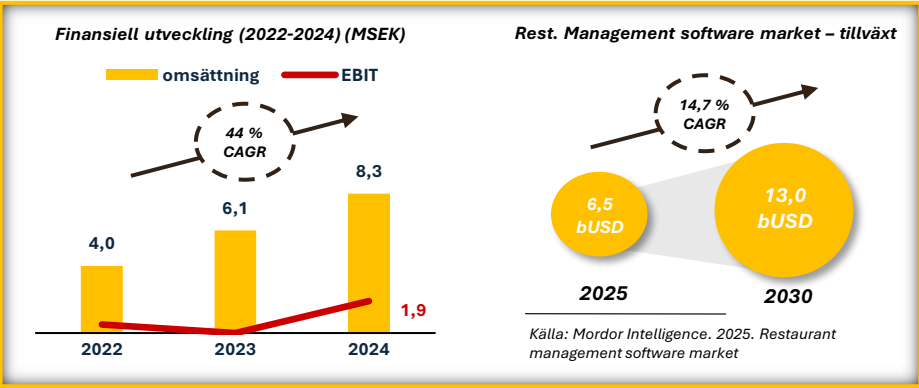


PubQ

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 som ligger under marknadsplatsernas avgifter.

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 utrollning framöver. Omsättningen steg till 8,3 miljoner SEK år 2024 med ett positivt resultat.

Säte Göteborg, Sverige
Investerat kapital 3,8 MSEK
CapSeks ägarandel ca. 14 %



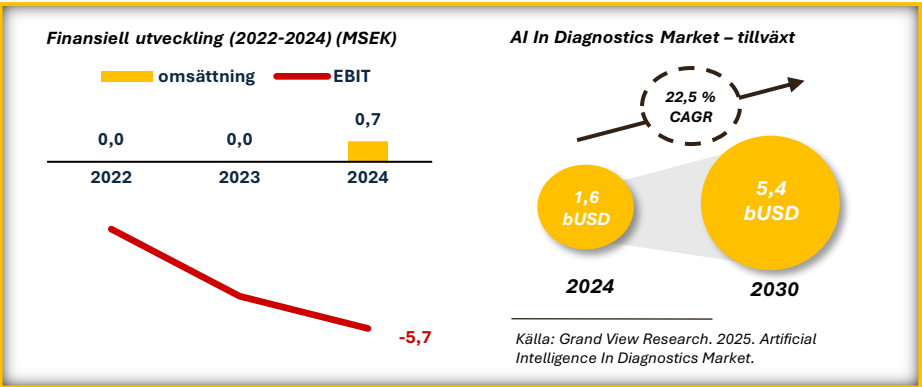
CapSeks innehav – Fas 1-bolagen

AI Medical

AI Medical Technology AIM AB (“AI Medical”) utvecklar AI-baserade diagnostikverktyg för att möjliggöra snabbare och mer träffsäkra diagnoser inom sjukvården. Första produkten kallas Dermalyser och är ett CE-märkt beslutsstöd som med hjälp av bildanalys och deep learning klassificerar hudförändringar och hudcancer. AI-modellen är tränad på hundratusentals dermatoskopiska bilder och patientdata för hög prediktiv förmåga.

Trots att bolaget är i tidig kommersiell fas finns det stor potential givet ett globalt ökat behov av effektiv diagnosering. AI Medicals teknologi kan avlasta vården genom att korta ledtider, minska onödiga excisioner och reducera patientens oro. Marknaden för AI inom diagnostik växer snabbt, och bolaget positionerar väl för när kliniska resultat och regulatoriska godkännanden finns på plats.

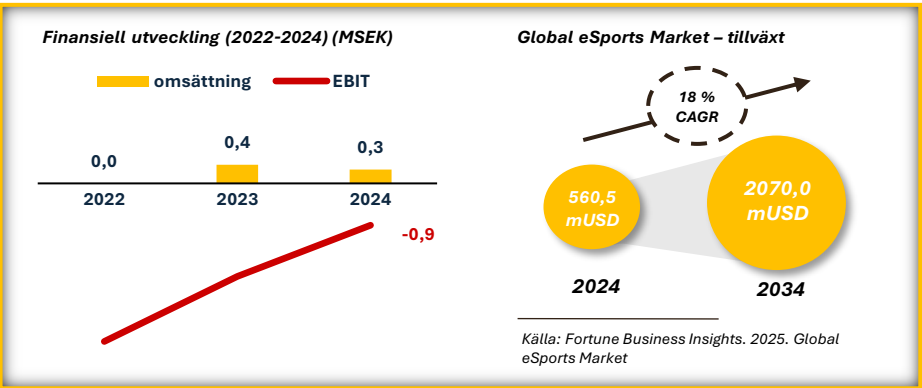
Säte Stockholm, Sverige
Investerat kapital 1,8 MSEK
CapSeks ägarandel ca. 4 %



E-GOGO

E-GOGO E-SPORTS AB (“E-GOGO”) har utvecklat en plattform där e-sport fans kan följa spelare och lag. Bolaget bygger ett ekosystem för Fantasy Esport med funktioner som fantasy-manager, personlig matchkalender, information om turneringar samt livestreaming. Intäktsmodellen planeras genom premiumtjänster och annonsering. E-GOGO:s mål är att bli en ledande aktör inom interaktiv e-sport streaming.

Säte Stockholm, Sverige
Investerat kapital 0,8 MSEK
CapSeks ägarandel ca. 4 %



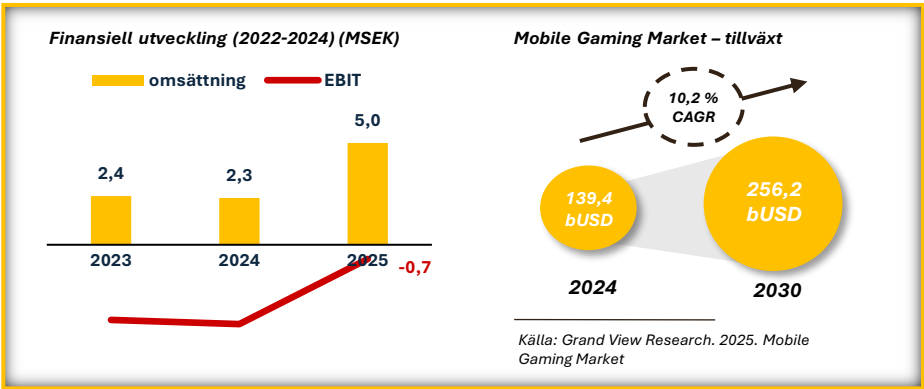


CapSeks innehav – Fas 1-bolagen fort.

Itatake

Itatake AB ("Itatake") är en spelstudio som utvecklar "casual games" för mobila plattformar. Har hittills släppt tio spel, där spelet Gumslinger, med över 16 miljoner nedladdningar, är den största framgången och nominerat som Årets mobilspel av Pocket Gamer Awards. Affärsmodellen bygger på köp i spelen, s.k. microtransactions, samt annonsering. Bolaget agerar globalt med marknadsfokus på att få fotfäste i USA och Sydkorea för tillfället. Planer finns att utöka portföljen till konsoler såsom Nintendo Switch framöver. Itatake har visat god intäktsstillväxt och minskade förluster år 2024. Skalbarheten är beroende av att spelsläpp blir "hits".

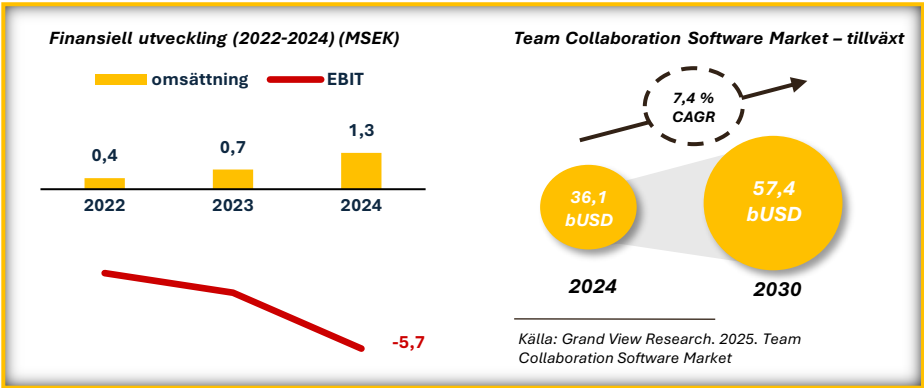
Säte Göteborg, Sverige
Investerat kapital 7,8 MSEK
CapSeks ägarandel ca. 10 %



Klash

Klash AB ("Klash") erbjuder en molnbaserad samarbetsplattform för produktion av TV, film och datorspel. Verktyget underlättar granskning och hantering av stora mediafiler mellan olika parter i en produktion. Bland kunderna finns namnkunniga aktörer som Remedy Entertainment, SVT, Funcom och SF Studios. Modellen är B2B SaaS med licensintäkter från produktionsbolag. Klash adresserar en nischad men växande marknad där produktionsteam blir allt mer distribuerade. Trots blygsam omsättning har bolaget lockat strategiska kunder tidigt, vilket indikerar en viss product-market-fit. Fokus framåt ligger på att bredda kundbasen internationellt och öka ARR.

Säte Göteborg, Sverige
Investerat kapital 5,4 MSEK
CapSeks ägarandel ca. 17 %





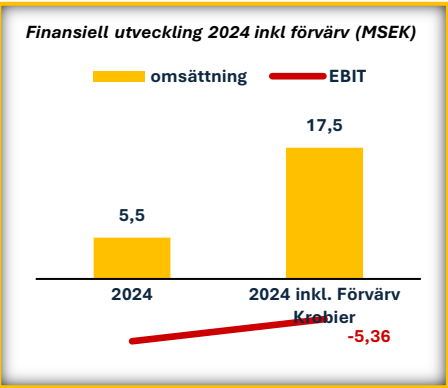
CapSeks innehav – noterade bolagen

Spotr Group

Spotr Group AB (“Spotr Group”) (tidigare “Appspotr”) utgör moderbolaget för en IT och techkoncern i en expansiv fas som bygger en struktur av lönsamma, entreprenörsledda och nischade bolag. Bolaget har genomgått en transformation från ett renodlat produktbolag till en strukturerad, förvärvsdriven koncern. Till följd av den strategiska omställningen driver nu Spotr Group två tydliga affärsben i form av skalbara plattformar (SaaS) och entreprenörsledda IT-konsultbolag med djup expertis. Ambitionen är att moderbolaget tillför stödfunktioner, resurser och struktur, vilket minskar administration och frigör möjligheter för tillväxt genom att låta entreprenörerna fokusera på kärnverksamheten i bolag de driver.

Spotr Group ingick den 16 oktober, 2025, ett villkorat avtal om försäljning av delar av rörelsen genom en inkrämsöverlåtelse till White Pearl Technology Group AB (“WPTG”) för en preliminär köpeskilling om 19,3 miljoner SEK, som betalas genom nyemitterade B-aktier i WPTG. Avtalet är villkorat av godkännande från extra bolagstämma i Spotr Group.

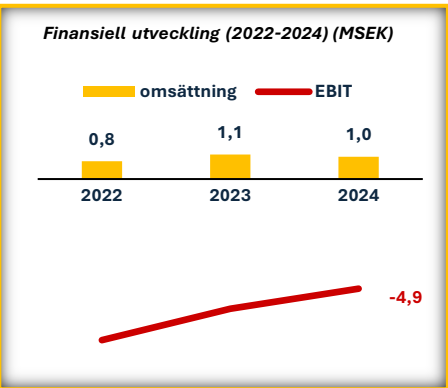
Säte Stockholm, Sverige
Investerat kapital 9,6 MSEK
CapSeks ägarandel ca. 0,3 %



Hoodin

Hoodin AB (publ) (“Hoodin”) är ett SaaS-bolag inriktat på ”surveillance & vigilance” inom Life Science. Plattformen hjälper läkemedels- och medtech-bolag att automatiskt bevaka stora mängder digital information, såsom från vetenskapliga publikationer, patent, nyheter, sociala medier, för att säkerställa regulatorisk efterlevnad och fånga upp risker och möjligheter i realtid. Övervakning av omvärldsdata är ett krav enligt regelverk i bl.a. EU och USA, vilket ger Hoodin en tydlig nischmarknad. Bolaget är listat på Spotlight. Marknadsvärdet har varit pressat, och framtiden hänger på att bolaget lyckas kommersialisera sin AI-drivna compliance-tjänst.

Säte Malmö, Sverige
Investerat kapital 8,0 MSEK
CapSeks ägarandel ca. 4 %





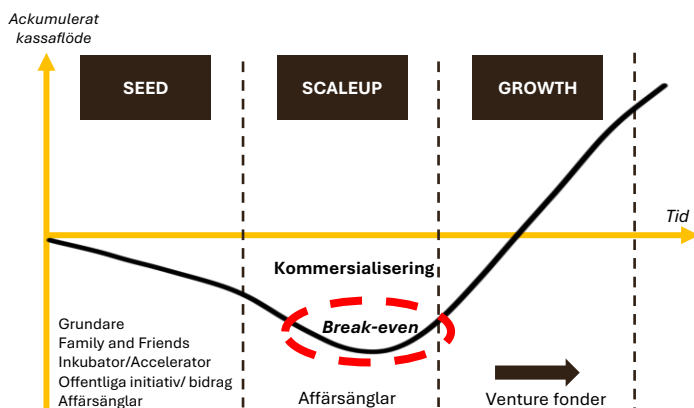
Konkurrenslandskap

CapSek

Peers och konkurrenslandskap

Utifrån CapSeks investeringsprofil utgör privata investerare, affärsänglar, tidiga VC-fonder, mindre family offices och institutionella aktörer med liknande strategi de huvudsakliga konkurrenterna om attraktiva transaktioner. Flera av dessa aktörer fungerar samtidigt som naturliga samarbetspartners genom saminvesteringar, syndikering och kunskapsutbyte i de nätverk där CapSek är aktivt. Det minskar risken i enskilda affärer och kan öka kapaciteten att följa med i senare rundor. CapSeks konkurrensfördel bygger främst på lokal närvaro och djup marknadskännedom i mindre regioner där bolaget har fokuserat sin organisation. I dessa ekosystem har CapSek tillgång till upparbetade kontaktnät, återkommande deal flow från entreprenörer och rådgivare samt tidig insyn i bolag före processer blir brett marknadsförda. Den typen av försprång tenderar att pressa ned inträdesvärderingar och förbättra förhandlingsläget kring villkor som ägarandel, likvidationspreferenser och investeringsskydd.

Investeringsfaser



Region Norr

I norra Sverige verkar CapSek i en miljö med få direkta konkurrenter. Partnerinvest Norr är ett regionalt riskkapitalbolag som investerat i över 100 bolag i Norr- och Västerbotten sedan 2010. Partnerinvest investerar inte utan privat kapital och agerar därför som naturlig syndikeringspartner snarare än konkurrent. Detsamma gäller lokala affärsänglar som oftast medinvesterar via nätverk runt Arctic Business Incubator. Effekten blir ett ekosystem där CapSek får tidig access och kan dela due diligence, snarare än budkrig. De tillfällen konkurrens uppstår är främst när lokala bolag inte hittar tillräckligt kapital i regionen och vänder sig söderut, vilket kan öka risken att verksamheten på sikt flyttas från norra tillväxtregionen. Den begränsade mängden investerare i norr är en fördel för CapSek, samtidigt innebär det ofta ett beroende av att samarbeta med andra aktörer för att behålla bolag och värde i regionen.

Region Syd

I region Syd finns fler etablerade tech-investerare. I tidig investeringsfas finns inkubator- och venture-armor åt de lokala universiteten som stöttar startups, exempel på dessa är Chalmers Ventures och GU Ventures. Vidare finns flertalet family offices som investerar i regionala tillväxtbolag. I syd agerar även Almi Invest och affärsängelnätverk i liknande segment. Dessa aktörer har lokal förankring och kapital, men ofta begränsat fokus till antingen inkubatorbolag eller viss bransch. CapSek, med sin bredare tech-inriktning och noteringsplattform, intar en nisch mellan VC-fonder och änglar.



Konkurrenslandskap fort.

Arctic Space

Arctic Space verkar inom en global nisch inom marksegmentet. Kongsberg Satellite Services ("KSAT") i Norge är en stor aktör med över 200 antenner vid 40 stationer världen över och levererar GSaaS till både kommersiella och statliga kunder. Svenska Swedish Space Corporation ("SSC") driver ett globalt nätverk av markstationer, bland annat Esrange i Kiruna och Inuvik i Kanada. Vidare så har bolag såsom italienska Leaf Space och japanska Infostellar fotfästen i marksegmentet med flexibla GSaaS-upplägg för LEO satelliter i nordliga latituder. En växande del av marknaden är även att molntjänstbolagen Amazon, genom AWS Ground Station, och Microsoft, genom Azure Orbital, etablerar sig via sin molninfrastruktur och erbjuder satellitoperatörer nedlänkstjänster on-demand.

Sverige har flera aktörer inom New space-segmentet och tar en växande plats i den globala rymdindustrin. Exempel på börsnoterade, svenska rymdbolag inom diverse nischer är Ovzon, ACC Clyde Space, GomSpace Group, KebNi och Unibap Space Solutions.

Arctic Space är unika i Sverige med att driva en privat markstation med GISaaS-erbjudandet. När det kommer till markstationer med nordlig latitud konkurrerar bolaget med exempelvis KSAT och SSC i norra Europa. Däremot kan Arctic Space differentiera sig genom just GISaaS-modellen med säkerheten och modern molnarkitektur för kunder inom försvar. Sammantaget är inträdesbarriärerna höga då marksegmentet är kapitalintensivt och kräver förtroende, men Arctic Space har genom sin lokala förankring i Piteå, GISaaS-modell och specialisering på polära satellitbanor, skapat en unik position.

Finansiell översikt – CapSek

Finansiell översikt

Finansiellt har CapSek hittills redovisat betydande förluster, men med en förbättrad trend. Som investmentbolag bygger affärsmodellen på värdetillväxt i portföljbolagen, där värdeförändringar och realiserade resultat i portföljen redovisas under finansnetto. Den negativa utvecklingen 2022-2024 drevs i huvudsak av nedvärderingar i de noterade innehaven. Vidare så har CapSek avskrivit all goodwill per januari 2025. Under 2025 har bolaget även genomfört kostnadsbesparingar för att anpassa kostnadsbasen. Bedömningen är att EBIT förväntas ligga på runt -4,7 miljoner SEK på årsbasis framgent, det vill säga innan effekter från värdeförändringar.

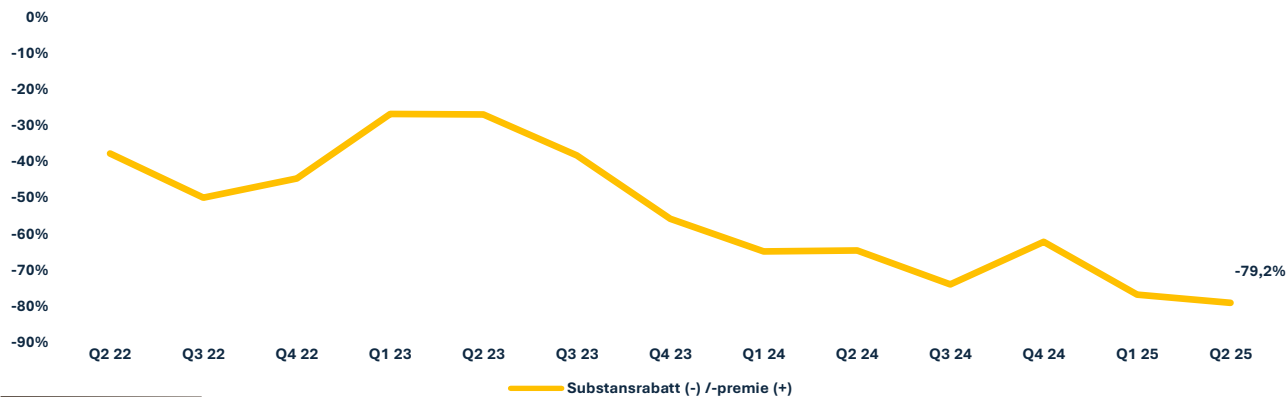
CapSek – finansiell sammanfattning

(TSEK)	2022	2023	2024
Omsättning	74	214	227
EBITDA	-4 731	-5 973	-6 371
EBIT	-8 519	-9 886	-9 773
Upp- & nedvärderingar i noterade innehav	-8 835	-3 916	-2 340
Upp- & nedvärderingar i onoterade innehav	-2 726	1 428	9 820
Nettoresultat	-19 991	-12 243	-2 532
Substansrabatt	-45%	-56%	-62%

Substansvärdet

Historiskt har CapSeks substansvärde fluktuerat kraftigt. Under 2022 tvingades Bolaget göra betydande nedvärderingar om totalt -11,6 miljoner SEK, primärt på de noterade innehaven, vilket bidrog till en nettoförlust på cirka -20 miljoner SEK. År 2023 förbättrades situationen något med mindre nedvärderingar och ett nettoresultat om cirka -12 miljoner SEK. År 2024 vände trenden då CapSek skrev upp värdet på de onoterade innehaven med cirka 10 miljoner SEK netto, vilket ledde till att nettoresultatet kraftigt förbättrades till cirka -2,5 miljoner SEK. Detta illustrerar att värdetillväxt i portföljen, specifikt i de onoterade portföljbolagen, nu börjar slå igenom positivt i CapSeks resultat. Under 2025 har trenden fortsatt med cirka 0,6 miljoner SEK i uppvärderingar under första halvåret. Samtidigt har Bolagets aktie handlats till en stor substansrabatt. Vid utgången av 2024 uppskattas substansrabatten till ca 62 %, det vill säga att marknaden värderade CapSek till knappt 40 % av portföljens underliggande värde. Under första halvåret 2025 ökade rabatten ytterligare, till cirka 79 %, vilket indikerar ett mycket lågt marknadsvärde relativt portföljens innehåll. Bakgrunden till rabatten ligger bland annat i att likviditeten i aktien är låg, förtroendet för Bolaget är begränsat efter historiska förluster samt osäkerhet kring Bolagets finansiering.

CapSek – substansrabattens utveckling



Källa: Impala Nordic



Finansiell översikt – CapSek fort.

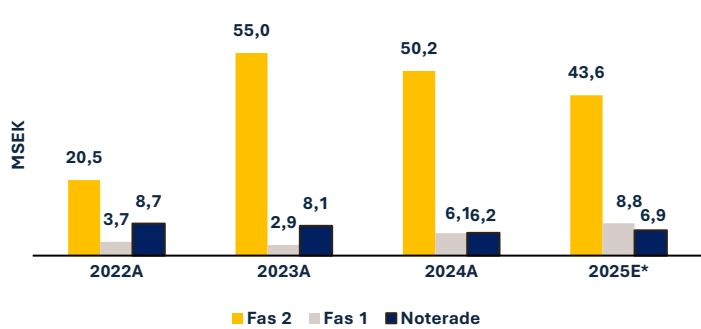
Portföljens utveckling

CapSek har upplevt en stark värdeutveckling i flera av portföljbolagen i Fas 2 under de senaste åren, med en genomsnittlig tillväxt på 56 % för delportföljen. Tre av fem Fas 2-bolag är redan lönsamma och kassaflödespositiva. CapSeks investeringar i Fas 2-bolagen, totalt 14,1 miljoner SEK, har per juni 2025 ett sammanlagt marknadsvärde på ca 27,4 miljoner SEK, det vill säga nästan en fördubbling och en beräknad IRR på cirka 27 %. Detta visar att CapSek har lyckats väl i de mest mogna noterade innehaven och motiverar fokuset på dessa framåt. Samtidigt har investeringarna i de noterade bolagen varit mindre lyckade. CapSek investerade totalt 17,7 miljoner SEK i dess noterade innehav, men marknadsvärdet av dessa är idag knappt 1 miljon SEK, efter att Huddlestock såldes 2024 och de resterande noterade innehaven minskat i värde. Samtidigt uppskattas marknadsvärdet av Fas 1-bolagen vara i linje med investerat kapital, till stor del på grund av att dessa bolag är i ett mycket tidigt stadie utan betydande kommersialisering. Den totala befintliga portföljen värderas till cirka 44,3 miljoner SEK mot totalt investerat cirka 47,6 miljoner SEK, alltså strax under anskaffningsvärdet. Detta är en följd av de stora nedgångarna i de noterade innehaven som nästan uppväger framgångarna i Fas 2-bolagen. CapSeks fokus framåt är att stödja och öka ägandet i kärninnehaven.

CapSek – portföljens utveckling

(MSEK)	Investerat kapital	Marknadsvärde	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%

CapSek – Konsoliderad nettoomsättning av portföljbolagen



Källa: Bolaget
*Omsättningstakt per juni 2025 för helåret. Den slutgiltiga omsättningen för helåret kan tänkas vara högre då kärninnehav som Arctic Space och NODA uppvisat kommersiell framgång under inledande del av H2.

Kärninnehaven – flera visar på tillväxt

Bland kärninnehaven framträder flera bolag som möjliga tillväxt drivare framåt. NODA hade ett mycket starkt år 2025 med en tillväxt på 152 % och en ökning av månatligen återkommande intäkter (MRR) på 75 %. Under året har portföljbolaget fortsatt sin expansion med flera strategiskt viktiga avtal och partnerskap som markerar en tydlig kommersiell framgång och växande närvaro på den europeiska marknaden. RockSigma har uppvisat en något negativ trend i tillväxt och lönsamhet sedan 2022 men har under året börjat utvärdera applikationer utanför gruvsektorn, inom rymd- och industrimiljöer. Bolaget siktar på snabb expansion med tydlig skalbarhet i sin AI-drivna plattform. Arkimera bedriver en skalbar SaaS-modell och har uppvisat en stadig tillväxt med lönsamhet, och bolagets marknad för AI inom bokföring förväntas växa med hela 46,2 % per år fram till 2030. Även PubQ växer snabbt och har vuxit med i snitt 44 % per år under 2022-2024 med en EBIT på nästan 2 miljoner SEK. Bland Fas 1-bolagen framträder specifikt AI Medical som ett portföljbolag med stor potential givet ett globalt ökat behov av effektiv diagnosering, en marknad som förväntas växa med 22,5 % per år fram till 2030.

Målsättning – potential och utmaningar

CapSek befinner sig i en omställningsfas där fokus ligger på att öka värdet i portföljbolagen och minska rabatten mot substansvärdet. Bolaget har satt upp ambitiösa mål, bl.a. att organiskt växa det investerade kapitalet med minst 20 % per år över en femårsperiod och på sikt nå ett förvaltad kapital över 500 miljoner SEK med kontinuerliga exits som ger kassaflöde och direktavkastning till ägarna. Ett delmål är att genom strukturaffärer, såsom det potentiella Arctic Space-samgåendet, på relativt kort sikt överstiga 100 miljoner SEK i portföljvärde. Den planerade affären med Arctic Space är i linje med denna strategi att skapa en större, mer lönsam plattform och kan kraftigt öka CapSeks substansvärde om den genomförs. Det är dock viktigt att notera att CapSek i grunden är beroende av framgång i portföljbolagen för att generera värde - misslyckanden eller värdeminskningar i dessa påverkar direkt CapSeks egna värde, vilket historiken med de noterade innehaven har demonstrerat. Den höga substansrabatten indikerar marknadens skepsis men också potentialen uppvärdering om CapSek kan leverera resultat och likviditet framöver.



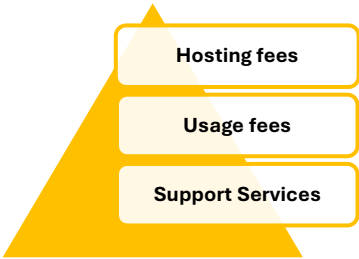
Finansiell översikt – Arctic Space Technologies

Intäktsmodell och historisk utveckling

Återkommande intäkter

Arctic Space bedriver som beskrivet en GISaaS-modell där kunderna äger sina egna antenner, och bolaget erbjuder all omgivande infrastruktur. Bolagets intäktsmodell bygger främst på fleråriga drift- och serviceavtal som ger återkommande intäkter. Denna modell ger förutsägbara kassaflöden med långsiktiga kontrakt, samtidigt som Arctic Space själva undviker stora kapitalinvesteringar i antenner och mark. Utöver de löpande intäkterna har bolaget även engångsintäkter i samband med kundernas initiala installationer eller utvecklingsprojekt, primärt i form av installation av kundernas antenner och integrationen av markstationens infrastruktur. Affärsmodellen är ”asset-light” - man fokuserar på mjukvara, drift och tjänster snarare än att binda kapital i hårdvara, vilket bidragit till att bolaget varit kassaflödespositivt sedan start.

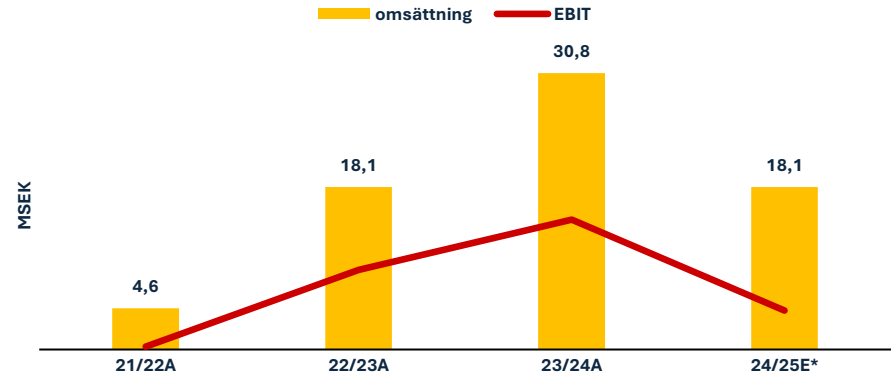
Bolagets återkommande intäkter bygger på fleråriga drift- och serviceavtal genom GISaaS-modellen. Avtalen avser i första hand driftsavtal i form av ”hosting fees” för uppkopplingen av antennerna, med standardiserade avtal på 5-10 år. Därutöver tillkommer serviceavtal såsom ”enhanced support services” och ”usage fees”. Den kortaste avtalstiden för bolagets kundkontrakt är tre år. Drivkrafterna bakom Arctic Space tillväxt och framtidsutsikter är fleråriga kundavtal och skalbarheten i bolagets modell, som möjliggör att intäktsbasen vuxit betydligt snabbare än kostnadsbasen.



Finansiell utveckling

Arctic Space har uppvisat hög tillväxt, god lönsamhet och positiva kassaflöden sedan start. Notera att bolaget har ett brutet räkenskapsår. Mellan räkenskapsåren 2020/2021 och 2023/2024 uppvisade bolaget en mycket hög tillväxt per år på 214 % (CAGR) och omsättningen uppgick till cirka 31 miljoner SEK, med en EBIT-marginal på hela 47 %. En stor del av omsättningen 2023/24 drevs av betydande engångsintäkter kopplade till installationen av kundens Onewebs antenner på markstationen. Detta projekt slutfördes 2024 och resulterade i omsättningsrekordet. Det preliminära resultatet för det innevarande räkenskapsåret visar en inbromsning i den exponentiella tillväxten, med en minskat omsättning samt lönsamhet. Detta förklaras av att en liknande engångsaffär som installationen av antenner inte upprepats under 2024/25 och intäktsmixen har istället normaliserats med ett större bidrag från driftsintäkter. Den preliminära omsättningen för 2024/25 uppgår till drygt 18 miljoner SEK med en EBIT på 4,3 miljoner SEK, motsvarande en EBIT-marginal på cirka 24 %.

Arctic Space – finansiell utveckling



*Siffrorna för det brutna räkenskapsåret 24/25 är preliminära.
Källa: Bolaget



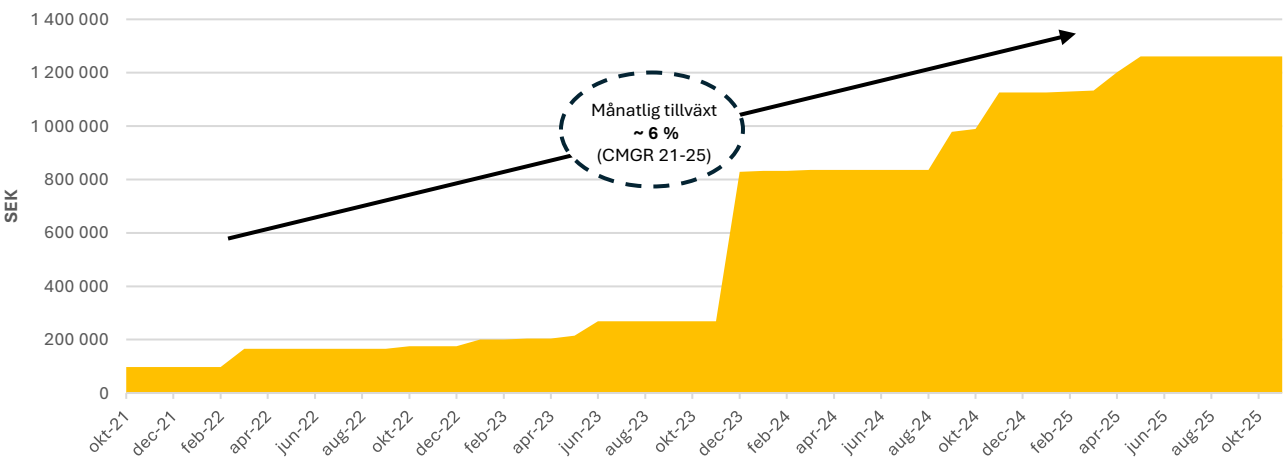
Finansiell översikt – Arctic Space Technologies fort.

Finansiell utveckling fort.

Arctic Space återkommande intäktsbas, i form av driftavtalen för hosting av kundernas antenner, är bolagets kärnaffär, och justerar för engångsposter som installation av antenner. Bolagets återkommande intäktsbas har vuxit utan avbrott sedan start, med innevarande preliminära räkenskapsår inkluderat, i takt med att fler långsiktiga kundavtal tecknats. Man har hittills tecknat avtal värda väl över 100 miljoner SEK i total kontraktsvolym, vilket indikerar en hög grad framtida återkommande intäkter när dessa avtal löper, och en stabil bas av att utgå ifrån inför kommande expansion.

Mellan räkenskapsåren 2021/22 och 2024/25 växte bolagets ARR med 97 % (CAGR), från cirka 2 miljoner SEK till drygt 15 miljoner SEK. På månadsbasis (MRR), motsvarar detta 6 % tillväxt (CMGR), från cirka 165 tusen SEK till cirka 1,3 miljoner SEK per månad.

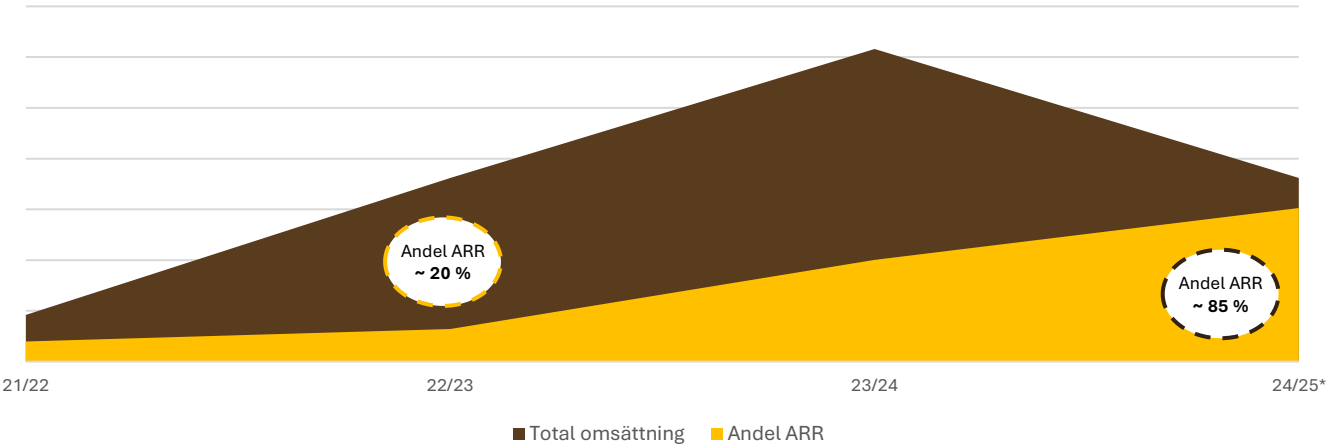
Arctic Space - Månatliga återkommande intäkter (MRR) (2021-2025)



*Engångsaffärer exkluderas ur MRR och ARR, som därför ger en bild av den underliggande, återkommande intäktsrenden
Källa: Bolaget

ARR som andel av total omsättning har successivt ökat under samtliga år mellan 2021/2022 och 2024/2025 då bolaget tecknat nya avtal, både med nya kunder och tilläggsorder från befintliga kunder. ARR tillväxten är driven av hosting fees där kunder tecknar uppemot 10-åriga kontrakt, såsom för Eutelsat OneWeb, för att driva sina installerade antenner. Kärnaffären fortsätter alltså växa med återkommande intäkter, och bolaget uppges ha en stor säljpipeline, vilket tyder på fortsatt stark efterfrågan.

Arctic Space – Andel återkommande intäkter av total omsättning (2021-2025)



Källa: Bolaget



Finansiell översikt – Arctic Space Technologies fort.

Tillväxtfaktorer

Underliggande efterfrågan

Framåtblicken för Arctic Space vilar på en tydlig underliggande efterfrågan från främst LEO-operatörer och institutionella kunder som behöver många dagliga kontakter och kort tid från nedlänk till bearbetning. Den geografiska fördelen i norra Sverige ger hög överflygningsfrekvens för polära banor och en kort kedja från antenn till lagring och beräkning, vilket sammantaget gör platsen attraktiv för kunder med krav på låg latens, hög tillgänglighet och kontrollerad jurisdiktion. Dessa aspekter efterfrågas i allt större utsträckning av försvarsinriktade aktörer. Kundbasen utgörs i stor utsträckning av kapitalstarka aktörer med lång planeringshorisont, där fleråriga kontrakt och formella serviceavtal är norm. När kunderna dessutom investerar i egna antenner på plats skapas höga bytarrösklar och teknisk inlåsning, vilket ger låg churn och god sikt på framtida ARR. Detta medför även att kundkoncentration, i sin traditionella mening, inte blir ett påtagligt problem för Arctic Space med GISaaS-erbjudandet.

Affärsmodellen är skalbar

Driften av markstation, övervakning och nätinфраstruktur innehåller en betydande fast kostnadsdel, vilket medför hävstång när fler antenner och fler driftåtaganden ansluts. Den kommersiella hävstången förstärks av att bolaget kombinerar återkommande driftintäkter med selektiva installationsuppdrag. Större etableringar, som när en kund rullar ut flera antenner samtidigt, ger temporära toppar i omsättningen ett enskilt år och konverteras därefter till löpande driftavgifter. Standardiserade arbetsflöden för tillstånd, etablering, integration och 24-timmars övervakning kortar tiden från order till fakturerbar drift, samtidigt som en växande kundbas möjliggör paketering av tilläggstjänster som förstärkt support, prioriterad schemaläggning, utökad nätkapacitet och utökad säkerhet. Det driver upp genomsnittlig intäkt per kund utan att kostnadsbasen ökar i samma takt och bidrar därmed till en gradvis marginalexpansion när nyttjandegraden stiger. En fråga som uppstår här är dock hur stor tillgänglig kapacitet som finns på nuvarande markstation i Piteå, och i vilka etapper som utbyggnad är möjlig och nödvändig.

Utbyggnad av kapacitet

Utbyggnad av befintlig kapacitet i Piteå är i vår syn den snabbaste vägen till ytterligare intäkter eftersom befintlig infrastruktur kan skalas utan proportionellt högre driftkostnader. På kort till medellång sikt tillkommer potentialen i att duplicera konceptet till en eller flera höglåtitudplatser utanför Sverige, vilket ökar den adresserbara marknaden och samtidigt ökar kapaciteten. Arctic Space pekar själva på att global expansion är nästa stora steg för bolaget. Vidare så finns det även möjligheter i form av ett framtida GSaaS-erbjudande där bolaget äger antennkapacitet och säljer åtkomst per kontakt eller datavolym. En sådan satsning skulle öppna ett bredare kundsegment som inte investerar i egen antenn men som behöver snabb global markåtkomst, och kan på sikt komplettera kärnaffären genom att fylla "tomrum" i efterfrågan.

Samgåendet mellan CapSek och Arctic Space

Samtliga expansomöjligheter förstärks av det potentiella samgåendet med CapSek. Som noterat bolag förbättras tillgången till tillväxtkapital och Arctic Space får en tydlig förvärvsvaluta i form av noterade aktier, vilket underlättar både internationell etablering och selektiva förvärv. Samtidigt bidrar Capsek med erfarenhet kring listningsstruktur, M&A erfarenhet och legala samt finansiella resurser.



Finansiell översikt – Arctic Space Technologies fort.

Prognoser

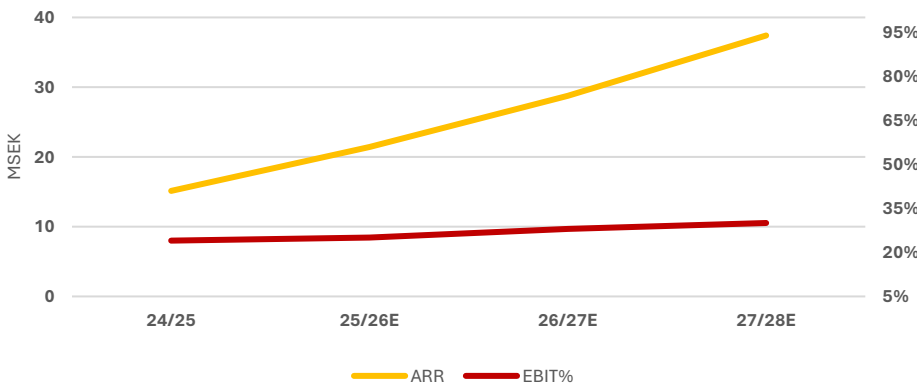
Med det preliminära räkenskapsåret 2024/25 som utgångspunkt gör vi prognoser för de tre kommande räkenskapsåren under tre scenarier: Grundscenario, optimistiskt scenario och pessimistiskt scenario. Alla prognoser bygger på Arctic Spaces historiska utveckling, aktuella kontraktsportfölj, marknadens tillväxt och bolagets skalbarhet. Vi fokuserar på den återkommande intäktsbasen (ARR) eftersom den utgör kärnaffären och bär värdet över tid. Samtidigt beaktar vi att större engångsaffärer för installation och integration av kunders antenner sannolikt kommer att inträffa och påverka redovisad total omsättning periodvis, men dessa intäkter är projektrelaterade där tidpunkt och storlek är svårprognostiserade.

Grundscenario

Utgångspunkten är att Arctic Space fortsätter växa snabbare än marknaden, med fortsatt hög efterfrågan på satellitkommunikationstjänster och att bolaget adderar nya kunder i både civila och myndighetssegment. Tillväxten drivs främst organiskt genom befintliga och nya drift- och serviceavtal inom GISaaS som gradvis höjer nyttjandegraden, samtidigt som kapaciteten ökar genom expansion av den nuvarande markstationen i Piteå. Omfattande internationella etableringar är inte ett basantagande i närtid, men en utökning i mindre skala mot slutet av perioden är möjlig om efterfrågan och kapacitetstillgång sammanfaller.

Den återkommande intäktsbasen förväntas stiga från cirka 15 miljoner SEK vid utgången av 2024/25 till cirka 21 miljoner SEK nästkommande räkenskapsår, och överstiga 37 miljoner SEK år 2027/28. Lönsamheten påverkas inledningsvis av planerade förstärkningar av markstation och IP samt en något högre bas-OPEX för att bära fler driftåtaganden. Effekten bedöms som måttlig och vi låter operativ hävstång gradvis lyfta marginalen när ARR fyller kapaciteten. Vi räknar med EBIT-marginal på cirka 25 % år 2025/26, följt av en successiv förbättring till cirka 30 % år 2027/28. Affärsmodellen är skalbar med hög bruttomarginal på drift. Vi beaktar dock att bolaget samtidigt återinvesterar i verksamheten under perioden, vilket dämpar marginalexpansionen något. Scenariot förutsätter inga omfattande nya kostnadsblock, och att investeringar i stations- och IP-expansion hålls inom löpande kassaflöde.

Arctic Space – ARR & EBIT-marginal i grundscenario



Grundscenariot beskriver en uthållig tillväxt där bolaget tar tillvara på den strukturella marknadstillväxten och sitt momentum, men växer kontrollerat med nuvarande etablering som nav. Expansionsplanerna hålls därmed hanterbara, med fokus på expansion av nuvarande markstation. Det är tänkbart att bolaget under perioden etablerar en markstation i ytterligare ett höglatitudsområde, men då finansierar detta stegvis. Riskerna bedöms som måttliga givet bevisad modell och långa avtal. Antagandet är att inga större avhopp uppstår och att förstärkningar samt kapacitetstillskott kan genomföras utan omfattande extern finansiering.



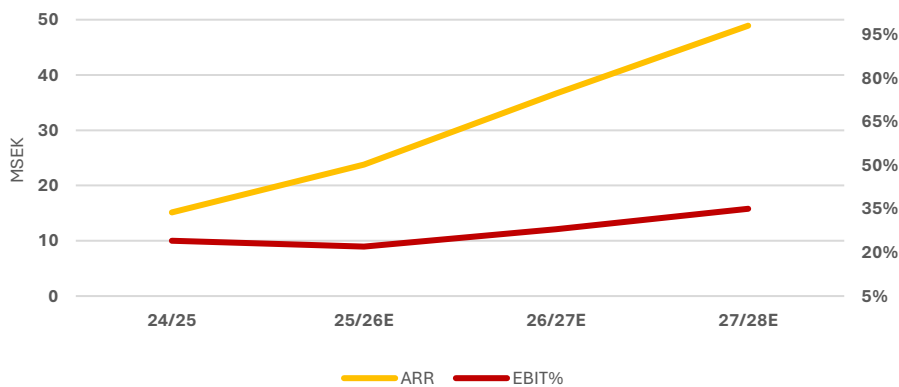
Finansiell översikt – Arctic Space Technologies fort.

Optimistiskt scenario

I ett optimistiskt scenario ser vi en snabbare utveckling där Arctic Space utnyttjar sitt momentum och skalar upp betydligt både i intäkter och geografi. Tillväxten drivs, likt grundscenariot, av en ökad nyttjandegrad genom expansion av den nuvarande markstationen, där nya kundvinster görs i högre takt och en större uppväxling hos befintliga kunder i takt med att fler antenner och högre tjänstenivåer tillkommer. Samtidigt innefattar detta scenario att bolaget kan finansiera mer omfattande expansion, detta genom en potentiell etablering av ny markstation internationellt samt möjligheter till en GSaaS-etablering med bygget av egen antenn. Det är möjligt att båda dessa vägar realiseras, men utgångspunkten är att åtminstone en av dem faller ut. Noteringsfördelar och tillgång till tillväxtkapital fungerar som katalysatorer för att tidigare lägga investeringar och höja genomförandetakten, men scenariot kan även tänkas stå om finansiering sker stegvis.

Den återkommande intäktsbasen förväntas stiga från cirka 15 miljoner SEK vid utgången av 2024/25 till cirka 23-24 miljoner SEK nästkommande räkenskapsår, och närma sig cirka 50 miljoner SEK år 2027/28. Utfallet speglar fler nya kundavtal per år, högre nyttjandegrad i Piteå samt att nya tillväxtmotorer börjar bidra. GSaaS kan ge tidigare intäktsstart per kund där egen antenn inte krävs, medan en ny markstation breddar adresserbar marknad och kapacitet. Lönsamhetsmässigt förväntas en uppstartseffekt för expansionssatsningar med kostnader kopplade till ny geografi eller GSaaS. Vi antar därför en EBIT-marginal på 22-24% 2025/26, följt av en successiv förbättring till cirka 35 % år 2027/28.

Arctic Space – ARR & EBIT-marginal i optimistiskt scenario



Helhetsbilden är en accelererad, men kontrollerad uppväxling där ARR når en klart högre nivå. Total omsättning påverkas av att engångsintäkter av installationsaffärer, vilka sannolikt återkommer oftare än i bas scenariot. Kassaflödet påverkas kortsiktigt av uppstart men stärks i takt med att nya kontrakt går i drift. Huvudrisker är genomförandetakt och regulatorisk ledtid, medan uppsidan ligger i att en realiserad tillväxtmotor kortar vägen till högre volymer och snabbare marginalåterhämtning.



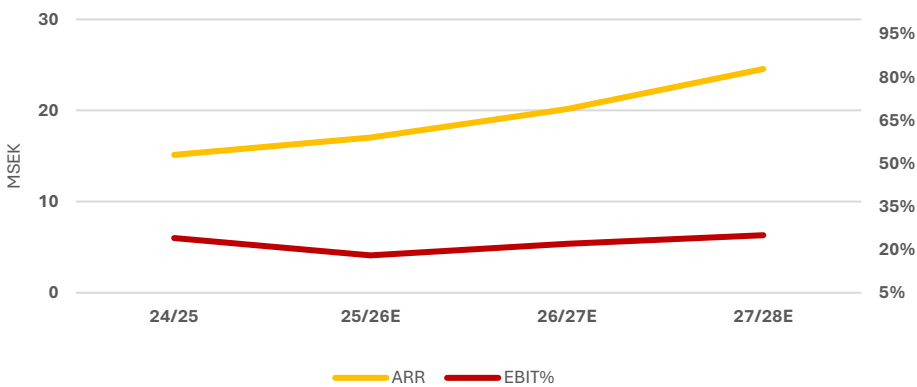
Finansiell översikt – Arctic Space Technologies fort.

Pessimistiskt scenario

I ett pessimistiskt scenario fortsätter Arctic Space att växa, men mer i linje med den genomsnittliga marknaden för marksegmentet. Efterfrågan på GISaaS kvarstår, men orderkonvertering drar ut på tiden och kapacitetsutökningar i Piteå sker mer stegvis än planerat. Nya kundvinster blir färre och uppväxling hos befintliga kunder sker långsammare än i bas scenariot. En internationell etablering eller GSaaS-initiering uteblir under prognosperioden, och fokus ligger på att förvalta och optimera den befintliga anläggningen samt upprätthålla leveranskvalitet gentemot nuvarande kundbas.

Den återkommande intäktsbasen förväntas stiga från cirka 15 miljoner SEK vid utgången av 2024/25 till cirka 17 miljoner SEK nästkommande räkenskapsår, och landa på cirka 25 miljoner SEK år 2027/28. Scenariot speglar huvudsakligen en eller två nya kunder per år och måttlig uppskalning hos befintliga kunder, i kombination med låg churn till följd av långa kontrakt och kundägda installationer. Lönsamheten hålls fortsatt positiv men dämpas av att OH-kostnader behöver bäras över en mindre volymtillväxt. Vi antar en EBIT-marginal runt 18% 2025/26, följt av en försiktig förbättring till cirka 25 % 2027/28 när ytterligare driftsavtal gradvis fyller kapaciteten.

Arctic Space – ARR & EBIT-marginal i pessimistiskt scenario



Sammanfattningsvis beskriver det pessimistiska scenariot en stabil men återhållsam tillväxtbana där den återkommande intäktsbasen växer varje år och lönsamheten hålls på en stabil nivå med viss förbättring mot periodens slut. Riskerna är framför allt lägre orderflöde, kundkoncentration och att mindre volymer fördröjer operativ hävstång. Skyddsfaktorerna är långa avtal, höga bytartrösklar och en bevisad leveransförmåga som ger låg churn och en intäktsbas som i normalfallet inte minskar, även i ett svagare scenario.



Risker

Genomföranderisk i samgåendet med Arctic Space

Samgåendet med Arctic Space är ännu inte bindande utan bygger på en avsiktsförklaring. Affären är föremål för bland annat sedvanlig due diligence från båda parter och kräver enighet om villkor, inte minst värderingen av respektive bolag och utbytesförhållandet. Det finns risk att någon av dessa förutsättningar inte uppfylls. Om affären faller riskerar CapSek att gå miste om de strategiska och finansiella fördelar som den nya strukturen kan ge, samtidigt som tid och resurser har förbrukats. Ett avbrutet samgående kan även påverka marknadens förtroende och fördröja alternativa strukturinitiativ.

Beroende av portföljbolagens utveckling

CapSeks finansiella utveckling är i praktiken helt beroende av hur portföljbolagen presterar. Negativ utveckling i ett eller flera innehav kan påverka bedömningen av värdet på CapSeks tillgångar i väsentlig grad. Bolaget tar i regel minoritetsposter i portföljbolagen, vilket i utgångsläget kan begränsa inflytande över strategi och timing av potentiella exits. Denna risk mitigeras av avtalade styrningsrättigheter i de onoterade innehaven, ofta med styrelserepresentation, förstärkta informationsrättigheter och inflytande vid betydande beslut. Trots detta kvarstår exponeringen mot varje portföljbolags operativa genomförande, kapitalbehov och marknadsförutsättningar.

Finansierings- och likviditetsrisk

CapSek har hittills inte genererat positivt kassaflöde, varför Bolaget har varit beroende av externt kapital för att finansiera ny- och följdinvesteringar samt löpande drift. Historiken visar återkommande kapitalanskaffningar, och ytterligare behov kan uppstå, särskilt om samgåendet med Arctic Space inte realiserar och en kassaflödespositiv bas uteblir. Svagare marknadsklimat kan försvåra kapitalresning eller kräva större rabatter, vilket ökar utspädningen. Därtill finns det risk för behov av nyemissioner i de noterade innehaven och att CapSek måste medverka för att motverka utspädning.

Beroende av nyckelpersoner i liten organisation

Med en liten organisation är CapSek starkt beroende av sina nyckelpersoner för investeringsverksamheten och relationerna med portföljbolagen. Teamets erfarenhet, nätverk och kompetens är svåra att ersätta. Samtidigt innebär begränsade resurser att kapaciteten att parallellt driva strukturaffärer, genomföra fördjupade utvärderingar och stötta portföljbolag är sårbar. Vid ett eventuellt samgående krävs dessutom en effektiv och balanserad styrning av den operativa Arctic Space-verksamheten i kombination av fortsatt portföljförvaltning i det då blivande dotterbolaget.

Teknologisk risk och marknadstrender

Portföljen är inriktad mot snabbföränderliga teknikområden som AI, IoT, SaaS m.m. Om teknologitrender svänger kan innehav tappa relevans. Samlad effekt är att intäktskurvor kan bli mer ojämna än förväntat, vilket ökar risken för nedvärderingar och förskjutna exitfönster. Sådana faktorer kan tvinga CapSek att behålla investeringar längre än tänkt och binda kapital utan avkastning. Visserligen sprider Bolaget risken över flera portföljbolag, men en allmän nedgång i tekniksektorn eller investerarklimatet skulle sannolikt påverka värderingen av hela portföljen negativt.



Styrelse och ledning

Team

CapSek leds av ett erfaret team med gedigen erfarenhet inom investeringar och bolagsbyggande. VD Henrik Jerner har lång erfarenhet av aktiva direktinvesteringar i onoterade bolag, främst bolag i uppstarts- och tillväxtfas. Han har spenderat 13 år på sjätte AP-fonden (AP6) där han bland annat var involverad i investeringar som Apotea, Boka Direkt och Visma. Vidare så har Investment Manager Göran Carlson drivit ängelinvestment-bolaget Carlson Invest och gjort tech-investeringar världen över. Senior Advisor Peter Wendel har lång erfarenhet av entreprenörskap och tillväxtbolag, främst som investerare men även grundare, VD och bolagscoach. Teamet har tillsammans investerat i över 100 tillväxtbolag.

Ledning



Henrik Jerner, VD. Innehav: 10 661 stamaktier, 59 preferensaktier, 1 200 000 TOs av serie 2025/2028:1



Göran Carlson, Investment Manager. Innehav: 13 402 stamaktier och 1 200 000 TOs av serie 2025/2028:1



Robin Komulanien, CFO (deltid). Innehav: 284 stamaktier samt 300 000 TOs av serie 2025/2028:1

Styrelse



Anders Lundkvist, Styrelseordförande. Innehav: 3 091 stamaktier



Peter Wendel, Styrelseledamot & Senior Advisor. Innehav: 5 297 stamaktier, 1 200 TOs av serie 2025/2028:1



Marcus Friman, Styrelseledamot. Innehav: 8 054 stamaktier



Lennart Bergström, Styrelseledamot. Innehav: 18 303 stamaktier, 259 preferensaktier (privat och via bolag)



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 äger aktier i Bolaget.**

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