Hilbert Group

Rapportkommentar Q3'26

2026-11-25

Hilberts nettoomsättning uppgick till 3,6 MSEK (51,6) under det tredje kvartalet. Jämförelsekvartalet innehöll 49,2 MSEK i bruttoredovisad kryptoförsäljning från det avvecklade Hilbert PP, och exklusive denna ökade intäkterna med omkring 49,8 % från 2,4 MSEK. Förvaltnings- och prestationsavgifterna ökade till 4,4 MSEK (2,0), men ett negativt handelsresultat i Enigma om −1,4 MSEK höll tillbaka intäkterna. EBITDA uppgick till −27,8 MSEK (−20,0) och justerad EBITDA förbättrades till −2,0 MUSD från −2,3 MUSD i Q2.

Kapitalet växte trots en svag marknad

Hilberts avgiftsgenererande kapital ökade med 55,3 % till 92,7 MUSD (59,7) under kvartalet, trots en svag marknad där amerikanska Bitcoinfonder har haft utflöden. Av ökningen var 14,4 MUSD inflöden från kunder och 18,6 MUSD kom från en högre Bitcoinkurs. Avgiftsintäkterna ökade med 23,0 % till 0,5 MUSD (0,4), alltså i lägre takt. Det förklaras främst av att en stor del av inflödet kom sent i kvartalet och därför får full effekt på avgifterna först i Q4. På samma sätt syns kostnadsprogrammet bara delvis i kvartalet, eftersom den månatliga kostnadsbasen sänktes först i september. De kassamässiga rörelsekostnaderna minskade ändå med 12,9 % mot Q2, till 2,4 MUSD (2,7), och Q4 blir det första kvartalet där både det högre kapitalet och den lägre kostnadsbasen får fullt genomslag.

Plattformen är på plats men intäkterna dröjer

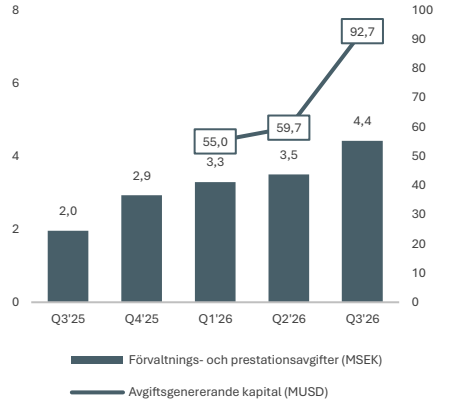
Hilbert befinner sig i en strategisk omställning från renodlad kapitalförvaltare till en bredare finansplattform inom digitala tillgångar. På sikt ska det ge bolaget en mer diversifierad intäktsbas och ett mindre beroende av de mer volatila prestationsavgifterna. Under kvartalet tog omställningen flera steg framåt. Exempelvis öppnade Hilbert Finance sin utlåningsdesk i juli och Syntetika öppnade för allmänheten. Efter kvartalet lanserades även Enigma One, Enigmas första fond för externa investerare. De nya verksamheterna bidrar dock ännu bara marginellt till intäkterna, och Enigmas handelsresultat om −1,4 MSEK belastade i stället kvartalet.

Outlook

Avgiftsintäkterna har nu ökat fyra kvartal i rad, och med kostnadsprogrammet på plats går Hilbert in i Q4 med ett tydligt bättre utgångsläge. De nya verksamheterna befinner sig dock fortfarande i ett tidigt skede. Och med en omlagd redovisning av Enigma och en kostnadsbas som nyss har sänkts ger det historiska resultatet begränsad vägledning. Vi avstår därför från att lämna estimat och motiverat värde i denna uppdatering, men ser en betydande operationell uppsida om Hilbert fortsätter att konvertera sin pipeline och lyckas kommersialisera de nya verksamheterna. Den största risken är dock kassaflödet. Drar intäktsökningen ut på tiden kan bolaget behöva ta in nytt kapital på bekostnad av befintliga aktieägare.

VD	Barnali Biswal
Lista	First North GM
Ticker	HILB B
Aktiekurs (SEK)	1,85
Antal aktier (Miljoner)	131,1
Börsvärde (MSEK)	242,6
Avg.-gen. AUM (MUSD)	92,7
Insiderägande	31,6 %
Nästa rapport	2027-02-26

Kvartalsutveckling



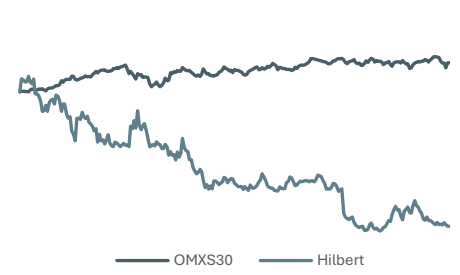
Analytiker

Gustav Gabinus

gustav@kalqyl.se

(MSEK)	**2023**	**2024**	**2025**	**R12 Q3'26**
Nettoomsättning	24,1	113,0	204,1	72,1
Tillväxt y-o-y	*-10,5%*	*368,7%*	*80,7%*	*-64,7%*
Förvaltningsavgifter	2,3	6,2	8,3	14,2
EBITDA	-29,2	-37,4	-144,6	-180,7
Rörelseresultat (EBIT)	-43,0	-49,7	-170,2	-227,3
Resultat efter skatt	-48,9	-43,3	-218,4	-245,2
Resultat per aktie (SEK)	-0,8	-0,6	-2,7	-2,3
Avgiftsgen. AUM (MUSD)	n/a	n/a	n/a	92,7

Kursutveckling 12 månader



Detta är en uppdragsanalys. Mer information och disclaimer finns på sista sidan.

Plattformen är byggd, nu återstår monetariseringen

Hilbert Group har under det senaste året gått från att vara en renodlad kapitalförvaltare inom digitala tillgångar till att bygga en bredare finansplattform. Breddningen tog flera steg framåt under Q3'26, då Hilbert Finance öppnade sin utlåningsdesk, Syntetika öppnade för allmänheten och strax efter kvartalets utgång lanserades Enigma One, Enigmas första fond för externa investerare. Enligt ledningen är plattformen nu på plats, och fokus ligger på att öka intäkterna utan att kostnaderna växer i samma takt. Vi ser positivt på breddningen, då den minskar beroendet av de mer volatila prestationsavgifterna. De nya verksamheterna bidrar dock ännu inte med några meningsfulla intäkter, vilket gör det viktigt att bolaget nu lyckas kommersialisera satsningarna.

Från kapitalförvaltare till finansplattform

KÄRNVERKSAMHET	NYA AFFÄRSOMRÅDEN		
Fondförvaltning	**Hilbert Finance**	**Enigma**	**Syntetika**
Systematiska hedgefonder och förvaltningsmandat för institutioner	Utlåning av kryptotillgångar, MiCA- och PSD2-licens sökt	Högfrekvent och systematisk handel	Hilberts strategier tillgängliga on-chain

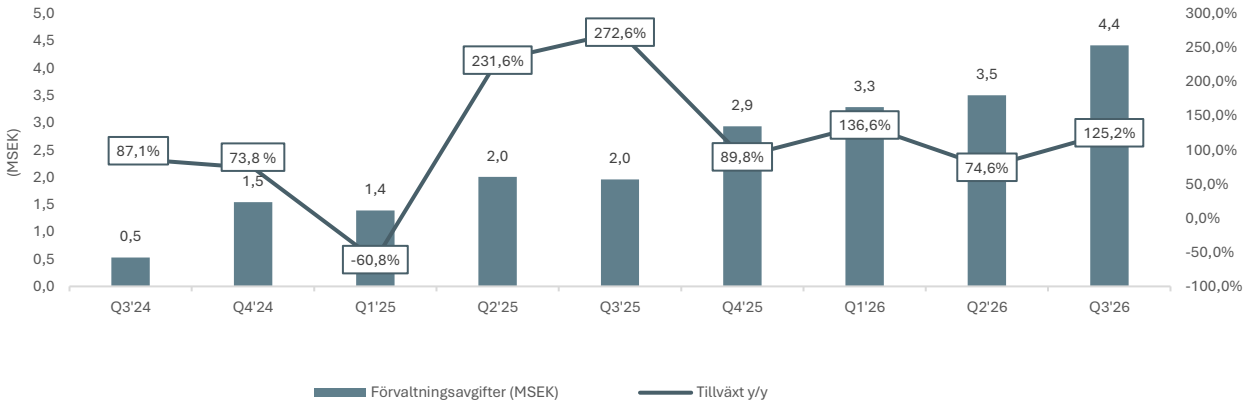
Högre kapitalbas ger full effekt på avgifterna först i Q4

Kapitalförvaltningen, som är bolagets kärnaffär, fortsatte att växa i Q3'26 trots en svag marknad. Det avgiftsgenererande kapitalet ökade med 55,3 % i en period med nettoutflöden ur amerikanska Bitcoinfonder och ett svagt klimat för kapitalanskaffning i branschen. Nettoinflöden från kunder svarade för 14,4 MUSD, och resterande 18,6 MUSD kom från marknaden och en högre Bitcoinkurs, då omkring 68 % av kapitalet är placerat i Bitcoin. Räknat till föregående kvartals Bitcoinkurs uppgick kapitalet till 73,8 MUSD, vilket motsvarar en underliggande ökning om 23,6 %.

Avgiftsintäkterna från förvaltningen ökade med 23,0 % till 0,5 MUSD (0,4). Avgifterna beräknas på det genomsnittliga kapitalet, och eftersom en stor del av inflödet kom först mot slutet av kvartalet blev ökningen lägre än kapitalets uppgång om 55,3 %.

Förvaltningsavgifterna kommer från tre källor: flaggskeppsfonden Basis+ (som finns i två varianter, en i USD och en i BTC), multistrategifonden och mandatet Xapo Byzantine. Samtliga fonder har gett positiv avkastning hittills i år, trots att Bitcoin föll med 5,9 % fram till och med september. Basis+ USD har stigit med 5,5 % och Basis+ BTC med 4,5 % i år, vilket för Basis+ USD är 11,4 procentenheter bättre än Bitcoin. Multistrategifonden är upp 11,7 % i år men föll med 15,5 % under kvartalet. Till skillnad från Basis+ tar den riktade positioner på marknaden och svänger därför mer, men den utgör nu mindre än 1 % av det avgiftsgenererande kapitalet. Xapo Byzantine är ett separat mandat som Hilbert förvaltar åt Xapo. Det är denominerat i Bitcoin och redovisas utanför det avgiftsgenererande kapitalet. Mandatet har vuxit med 30,0 % det senaste året och ökade för sjunde kvartalet i rad. Mandatet avkastade 0,8 % i BTC under kvartalet och har aldrig haft en negativ månad. Efter Xapos intäktsdelning uppgår Hilberts effektiva avgift dock bara till 0,2 %, och avgiftsintäkterna från mandatet blev 0,2 MUSD (0,2). Mandatet ger därför små intäkter i förhållande till sin storlek, och dess största värde ligger enligt bolaget i att fungera som en referens mot andra institutionella investerare.

Förvaltningsavgifter



Hilbert Finance har börjat låna ut i väntan på licenser

Hilbert Finance bygger på det förvärvade bolaget Nordark och lanserades som ett eget affärsområde i juli. Verksamheten ska på sikt generera intäkter från betaltjänster, handelsprovisioner och utlåning till institutionella kunder. Ansökningarna om MiCA- och PSD2-licenser lämnades in till den maltesiska tillsynsmyndigheten MFSA den 15 juli. Med egna licenser kan Hilbert hantera hela kedjan från konton och betalningar till växling, handel och förvaring i egen regi. Handel och betalningar är pausade under tillståndsprocessen, men plattformen har byggts om så att de kan startas när licenserna är på plats.

I väntan på besluten ligger fokus på att bygga upp en finansieringsverksamhet, där Hilbert Finance lånar ut kryptotillgångar mot säkerhet. Verksamheten startade i juli, och vid kvartalets slut uppgick den åtagna lånestocken till 2,2 MUSD, varav 2,0 MUSD var utlånat. Kapitalet kommer från externa långivare, och Hilbert Finance tjänar på ränteskillnaden mot låntagarna, som ställer säkerheter värda omkring 1,5 gånger lånet. Räntemarginalen har i genomsnitt uppgått till 0,4 % sedan starten och har därefter stigit till över 0,7 %. Med nuvarande volymer är intäkterna dock marginella.

Engångsförlust i Enigma inför lanseringen av Enigma One

Enigma är en plattform för kvantitativ och systematisk handel som Hilbert förvärvade i december 2025. I dag handlar Enigma med koncernens eget kapital, och resultatet redovisas netto inom intäkterna. Planen är att först bygga en historik på det egna kapitalet och sedan öppna strategierna för externa investerare, där Hilbert tar ut förvaltnings- och prestationsavgifter. Den första sådana produkten, Enigma One, lanserades via Syntetika den 1 oktober. Fonden tar ut en förvaltningsavgift om 2,0 % och en prestationsavgift om 30,0 % och siktar på en bruttoavkastning om 40–60,0 % per år. Kapaciteten är 5,0 MUSD, och den 20 november hade fonden 1,6 MUSD i externt kapital. I november allokerade även Basis+-fonden 5,0 % av sitt BTC-kapital till Enigma.

Under kvartalet uppgick Enigmas handelsresultat till −1,4 MSEK. Handeln var positiv i juli och augusti, men september slutade på −12,6 % sedan positioner stängts i förtid inför lanseringen av Enigma One. Enligt ledningen var förlusten en engångskostnad om omkring 1,3 MSEK som inte speglar strategin. Verksamheten är ännu liten, och för att den ska bidra märkbart till koncernen behöver Enigma One visa god avkastning och fylla sin kapacitet om 5,0 MUSD.

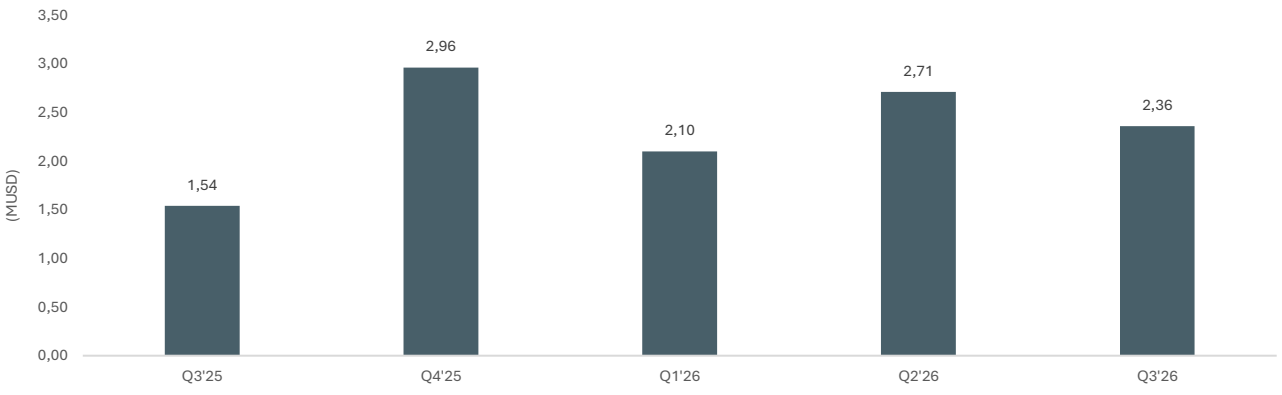
Syntetika har blivit en ny kanal för kapital

Syntetika är en on-chain-plattform där investerare kan placera sina Bitcoin i Hilberts strategier direkt från sin kryptoplånbok, i stället för via en traditionell fond. Kapitalet förvaltas av Hilbert Capital och ingår i det avgiftsgenererande kapitalet, så Syntetika är i första hand en ny distributionskanal snarare än en egen intäktskälla. Plattformen öppnade för allmänheten den 15 augusti. Vid kvartalets slut hade Hilberts fonder 15,6 MUSD i kapital via Syntetika, mot 11,9 MUSD vid utgången av augusti, vilket motsvarar 16,8 % av det avgiftsgenererande kapitalet. I oktober tillkom Enigma One som den andra strategin på plattformen. Vi bedömer att kanalen har bidragit till kvartalets inflöden, men det återstår att se om inflödet håller i sig i en fortsatt svag marknad.

Kostnadsprogrammet har börjat ge effekt

I början av september sänkte Hilbert den månatliga kostnadsbasen med omkring en fjärdedel. I Q3'26 minskade de kassamässiga rörelsekostnaderna med 12,9 % jämfört med Q2, till 2,4 MUSD (2,7), trots att endast september löpte på den nya budgeten. Personalkostnaderna föll enligt ledningen med omkring 15,0 % före interna omfördelningar mellan koncernbolagen. Jämfört med Q3'25 är kostnaderna dock fortfarande högre, 2,4 MUSD mot 1,5 MUSD, till följd av de verksamheter som tillkommit under året. Q4 blir det första kvartalet med den lägre kostnadsnivån fullt ut. Vi ser positivt på besparingarna, som tillsammans med det högre kapitalet bör minska kassaförbrukningen tydligt från Q4.

Kassamässiga rörelsekostnader



Outlook

Q3'26 visade att Hilberts kärnaffär inom fondförvaltning fortsätter att växa trots en svag marknad, och avgiftsintäkterna har nu ökat fyra kvartal i rad. Samtidigt har kostnadsbesparingsprogrammet börjat ge effekt, och Q4 blir det första kvartalet där både det högre kapitalet och den lägre kostnadsbasen syns fullt ut.

Parallellt fortsätter Hilbert att bredda verksamheten från kapitalförvaltare till en plattform för finansiella tjänster inom digitala tillgångar. Den nya plattformen är nu i stort sett på plats, men de nya verksamheterna befinner sig fortfarande i ett tidigt skede och bidrar ännu inte väsentligt till intäkterna. Med en omlagd redovisning av Enigma och en kostnadsbas som nyss har sänkts ger det historiska resultatet begränsad vägledning. Vi avstår därför från att lämna estimat och motiverat värde i denna uppdatering, men ser en betydande operationell uppsida om Hilbert fortsätter att konvertera sin pipeline och lyckas kommersialisera de nya verksamheterna. Den största risken är dock kassaflödet. Drar intäktsökningen ut på tiden kan bolaget behöva ta in nytt kapital på bekostnad av befintliga aktieägare.

Bilagor

Resultaträkning 2023–R12 Q3'26

MSEK	2023	2024	2025	R12 Q3'26
Nettoomsättning	**24,1**	**113,0**	**204,1**	**72,1**
Kostnad för sålda kryptotillgångar	-17,9	-103,2	-193,4	-66,8
Övriga externa kostnader	-22,3	-29,8	-58,7	-86,3
Personalkostnader	-14,8	-17,3	-96,2	-100,8
Övriga rörelseposter, netto	1,8	-0,1	-0,3	1,1
EBITDA	**-29,2**	**-37,4**	**-144,6**	**-180,7**
Av- och nedskrivningar	-13,8	-12,3	-25,7	-46,6
Rörelseresultat (EBIT)	**-43,0**	**-49,7**	**-170,2**	**-227,3**
Finansiella intäkter	0,5	10,1	7,5	9,8
Finansiella kostnader	-6,4	-3,7	-53,8	-25,3
Finansnetto	-5,9	6,4	-46,2	-15,5
Resultat före skatt	**-48,9**	**-43,3**	**-216,4**	**-242,8**
Skatt	0,0	0,0	-1,9	-2,4
Periodens resultat	**-48,9**	**-43,3**	**-218,4**	**-245,2**
varav moderbolagets aktieägare	*-43,3*	*-36,7*	*-208,4*	*-236,2*
Vägt antal aktier (miljoner)	52,2	60,7	78,8	n/a
Resultat per aktie (SEK)	-0,83	-0,60	-2,65	-2,31

Disclaimer

Kalqyl 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 har interna riktlinjer för anställdas privata aktieägande i bolag som omfattas av analys. För att säkerställa oberoende och förtroende gäller särskilda handelsrestriktioner. Efter köp av aktier i ett bolag som omfattas av analys får försäljning med vinst inte ske inom 30 dagar. Dessutom råder handelsstopp i 14 dagar före planerad publicering av initieringsanalys, samt i 48 timmar efter publicering. För rapportkommentar/uppföljningsanalys råder handelsstopp från det datumet arbetet påbörjas, samt i 48 h efter publicering. Under dessa perioder får inga transaktioner genomföras i det aktuella bolagets aktier eller relaterade instrument.

Intressekonflikt

Ingen på FairValue och Kalqyl äger aktier i det analyserade bolaget
Analysen är en uppdragsanalys