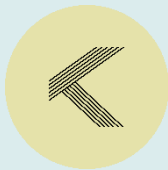


B Treasury Capital AB

Rapportkommentar Q3'25



2025-10-31

B Treasury Capital AB ("BTC AB") är ett svenskt, noterat pure-play bitcoin-treasury-bolag som har bitcoin som reservtillgång och med målet att långsiktigt öka mängden bitcoin per aktie genom disciplinerat, lågriskinriktat kapitalutnyttjande. Bolaget noterades på Spotlight den 8 juli 2025 som Sveriges första pure-play bitcoin treasury-bolag. Vid noteringen innehade BTC AB 147 BTC utan skuld, och antalet bitcoin har sedan ökat. Till skillnad från passiva bitcoinexponeringar som ETF:er eller ETP:er möjliggör BTC AB:s bolagsstruktur direkta bitcoin-treasury-operationer under ordnad bolagsstyrning.

Fortsatt exekivering och strategiska framsteg

Sedan noteringen har bolagets innehav ökat från 147 BTC till 169 BTC, motsvarande en BTC-yield på 4,6 %, vilket annualiserat indikerar cirka 22 % CAGR. BTC AB har redan visat förmågan att öka mängden bitcoin per aktie samtidigt som den finansiella risken hålls låg, vilket validerar bolagets modell. Ett strategiskt framsteg för bolaget under kvartalet är bemyndigandet av preferensaktier via riktad emission. Detta bidrar till långsiktigt kapital utan lån och utspädning för aktieägarna. Med denna finansiering kan bolaget förvärva BTC på ett mer flexibelt sätt. B Treasury Capitals VD Christoffer De Geer och styrelseledamöter har uttryckt sin avsikt att bidra med 10 MSEK i den riktade emissionen

Outlook

B Treasury Capital fokuserar på att öka mängden bitcoin per B-aktie genom tydlig kapitaldisciplin och riskbegränsade transaktioner. Under de första 84 dagarna efter noteringen (8 juli-30 september 2025) ökade innehavet från 147 till 187 BTC, samtidigt som balansräkningen hållits stark med begränsad skuldsättning och låga löpande kostnader. Framåt väntas bolaget, vid behov, utnyttja flexibla finansieringsverktyg såsom ATM/riktade emissioner i begränsad omfattning, räntefria BTC-konvertibler och framåt även preferensaktier. Detta i syfte att optimera kapitalkostnaden och minimera utspädningen. Strategin är opportunistisk men disciplinerat genomförd: anpassning till marknadsläget med målsättningen att fortlöpande öka BTC per B-aktie utan att ta obalanserad nedsidesrisk. Utöver detta handlas BTC AB nära NAV, vilket begränsar nedsidan från multipelkontraktion (mNAV). Eftersom återhämtningen är asymmetrisk och slår hårdare i bolag med hög premie talar detta för en relativt lägre risk i BTC AB givet nuvarande värdering. För investerare som söker exponering mot Bitcoin är BTC AB ett pure-play bitcoin treasury-bolag som handlas till MNAV 0,89-0,92x, vilket ger ett attraktivt ingångsläge.

Fakta

VD	Christoffer De Geer
Lista	Spotlight
Ticker	BTCB
Aktiekurs (SEK)	240 SEK
Antal aktier (Miljoner)	0,76
Börsvärde (MSEK)	17
Nettoskuld (MSEK)	1
Enterprise value (MSEK)	18
Insideräggande*	30,9%
Nästa rapport	2025-10-31

*av B-aktier

Key data 8 juli-30 september 2025

BTC-innehav, start	147 ₿
Inköpta BTC	19 ₿
Lånade BTC	21 ₿
BTC-innehav, slut	187 ₿
Totala förvärvskostnader	170,4 MSEK
Genomsnittligt pris per ₿	107 448\$
BTC-yield	4,6%
BTC-yield CAGR	22%
BTC gain	8
BTC SEK gain	8 MSEK
BTC NAV	169 MSEK
BTC NAV/aktie	219 SEK
mNAV	0,92
Månader att täcka mNAV	22

Analytiker

Emil Brugge
emil.brugge@tradevenue.se

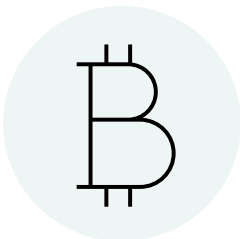
	EV (\$M)	BTC-innehav	mNAV	Utspädd mNAV	SATs/aktie
Strategy	87 974	640 808	1,25	1,37	201 750
Metaplanet	4 600	30 823	1,36	1,40	4 103
Bitcoin Treasury Corp	98	771	1,16	1,34	6 344
H100 Group	169	1 046	1,47	1,79	296
K33	41	141	2,65	2,67	1
London Bitcoin Co	25	86	2,60	2,60	24
Belgravia Hartford	14	83	1,51	1,89	52
Smarter Web C	276	2 660	0,94	0,95	977
Capital B	411	2 818	1,33	2,55	851
Median	169	1 046	1,36	1,79	851
Snitt	10 401	75 471	1,58	1,84	23 822
B Treasury Capital	16	187	0,89	0,92	22 453

Kursutveckling 12 månader



Kursutveckling %	1 m	3 m	12m
BTC AB	-8,3	-36,5	-

Key Insights



Pure-play mot bitcoin

BTC AB är ett svenskt, noterat pure-play bitcoin treasury-bolag med bitcoin som reservtillgång och ett tydligt fokus på att långsiktigt öka mängden bitcoin per aktie genom disciplinerat och riskbegränsat kapitalutnyttjande. Till skillnad från passiva exponeringar via ETF:er eller ETP:er erbjuder BTC AB en dynamisk bolagsstruktur som möjliggör aktiva treasury-operationer under etablerad och transparent bolagsstyrning, vilket skapar förutsättningar för både värdetillväxt och ökad bitcoinexponering för aktieägarna.



Minimal kostnadsbas

BTC AB är ett renodlat bitcoin treasury-bolag utan förlustbringande sidoverksamhet. Fokus ligger enbart på att bygga bitcoin per aktie vilket tillsammans med en minimal kostnadsbas där ledningen inte tar ut lön utan endast kompenseras vid måluppfyllelse skapar en effektiv struktur med maximal exponering mot kärnstrategin.



Flexibel finansiering

BTC AB har etablerat flexibla finansieringslösningar som gör det möjligt att successivt bygga upp bitcoininnehavet utan att ta på sig för mycket risk. Genom strukturer som the market-program och bitcoinbaserade konvertibellån kan kapitalanskaffningen anpassas efter marknadsförhållanden och bolagets behov vilket skapar en robust modell för långsiktig tillväxt i bitcoin per aktie.

"The world of bitcoin moves fast, and so must we. Our guiding principle is to remain flexible: choosing only structures that increase Bitcoin per share, adjusting timing to market conditions, and protecting shareholders from asymmetric risks."

- Christoffer De Geer, VD BTC AB

Investeringscase

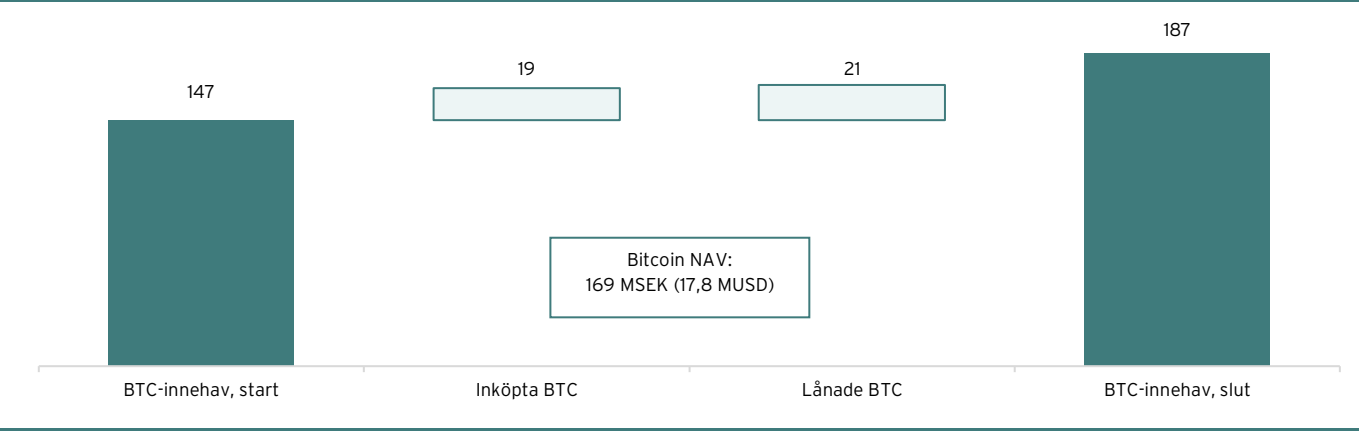
- Unik exponering mot bitcoin
- Renodlat bitcoin treasury-bolag
- Ingen förlustbringande sidoverksamhet
- Handlas under NAV - låg nedsidesrisk kontra peers
- Visat förmåga att öka BTC per aktie med låg risk
- Högt insynsägande
- Minimal kostnadsbas
- Flexibla finansieringslösningar
- Högt bitcoin per aktie kontra peers

Sveriges första pure-play bitcoin treasury-bolag

B Treasury Capital AB ("BTC AB") är ett svenskt, noterat pure-play bitcoin-treasury-bolag med bitcoin som reservtillgång och ett långsiktigt mål att öka mängden bitcoin per aktie genom disciplinerat och riskbegränsat kapitalutnyttjande. Bolaget noterades på Spotlight den 8 juli 2025 som Sveriges första renodlade bitcoin-treasury-aktie. Till skillnad från passiva exponeringar som ETF:er/ETP:er möjliggör BTC AB:s bolagsstruktur direkta treasury-operationer under etablerad bolagsstyrning.

Vid noteringen innehade BTC AB 147 BTC utan skuld. Efter noteringen har treasury-arbetet snabbt skalats upp. Under perioden 8 juli-30 september 2025 ökade innehavet till 187 BTC, genom 19 inköpta BTC och 21 BTC via ett räntefritt, bitcoin-denominerat konvertibellån. Bolaget redovisade BTC NAV om cirka 169 MSEK, NAV/aktie 219 SEK och mNAV ≈0,9 (givet en aktiekurs om 198 SEK). Givet rapporterad BTC-yield på 4,6 % (≈22 % annualiserat) uppskattas "months to cover mNAV" till 22 månader.

Utvecklingen i antal bitcoin, 8 juli - 30 september 2025



Översikt

Nedan är en översikt över BTC ABs nuvarande ställning. Data är hämtad från <https://www.btc.se/analytics> (2025-10-31).

Pris per bitcoin Nuvarande BTC/USD 110 019 USD	Bitcoin-innehav Totala antalet bitcoin på balansräkningen 166,25฿	Genomsnittligt BTC-pris Genomsnittligt anskaffningspris 107 679 USD
Antalet aktier efter full utspädning Nuvarande antalet aktier vid full utspädning 832 847	Bitcoin per aktie BTC-innehav/ Antalet aktier efter full utspädning ฿0,000225	Bitcoin-innehav - proforma Bitcoin-innehav om alla konvertibler konverteras ฿187,25

Köphistorik

Rapporterad	Belopp (BTC)	Anskaffningskostnad (USD)	Genomsnittligt BTC-pris (USD)
2025-07-25	10	1 196 870,0	119 687
2025-07-18	4,55	538 437,9	118 338
2025-07-11	4,40	519 899,6	118 159
2025-06-27	81,30	8 698 530,9	106 993
2025-06-24	66	6 947 820,0	105 270

Data hämtad 2025-10-31

Kapitalanskaffning och emissioner

Den 9 juli genomförde bolaget en riktad nyemission om cirka 15 MSEK till en teckningskurs om 421 SEK per aktie. Transaktionen innebar inte bara ett kapitaltillskott utan också en signal om att investerare var villiga att teckna aktier till en mer än dubbelt så hög nivå jämfört med noteringskursen på Spotlight (210 SEK). Kort därefter, den 15 augusti, följde ytterligare en mindre riktad emission om 4 MSEK till kursen 287 SEK per aktie. Sammantaget visar dessa emissioner på bolagets förmåga att attrahera nytt kapital i snabb takt.

I samband med de nyemissioner som genomfördes i juni emitterades även cirka 716 000 TO1-teckningsoptioner till investerare. Teckningskursen sattes till 292 SEK per aktie. Den 29 augusti offentliggjordes utfallet för utnyttjandet, där 6 774 teckningsoptioner utnyttjades motsvarande 0,94%. Detta tillförde BTC AB cirka 2,0 MSEK.

Tidslinje

Datum	Händelse	Teckningskurs	Omfattning
2025-07-09	Riktad nyemission	421 SEK	15 MSEK
2025-08-15	Riktad nyemission	287 SEK	4 MSEK
2025-08-29	Utnyttjande av TO1	292 SEK	2 MSEK

Flexibla och strategiska finansieringslösningar

Bolaget har under perioden etablerat flera innovativa finansieringsstrukturer som stärker förmågan att expandera bitcoin-innehavet utan att ta på sig för mycket risk. Den 15 juli ingick bolaget ett så kallat at-the-market-program (ATM) om 200 MSEK tillsammans med en grupp investerare. Denna lösning innebär att nya aktier kan emitteras successivt över tid i mindre poster, snarare än genom stora blockemissioner. Det skapar en hög grad av flexibilitet i kapitalanskaffningen och gör det möjligt att anpassa tempo och volym efter både marknadsförhållanden och bolagets aktuella investeringsbehov.

Som komplement till ATM-strukturen ingick bolaget den 14 augusti ett strategiskt konvertibellån denominerat i bitcoin. Lånet omfattade initialt 21 BTC med en konverteringskurs om 400 SEK per aktie och kan utökas till totalt 105 BTC. Konstruktionen är utformad så att konvertering endast sker om bolaget genererar positiv Bitcoin yield, vilket gör upplägget asymmetriskt gynnsamt för aktieägarna. I praktiken innebär det att risken för utspädning är begränsad till scenarion där bolaget redan bevisat sin förmåga att skapa värde, samtidigt som kapitalbasen stärks för fortsatt disciplinerat byggande av bitcoin-reserven. Nedan ses mer information och första tranchen är genomförd.

Tranch	BTC-innehav efter	Konverteringskurs
1	187	400 SEK
2	208	450 SEK
3	229	500 SEK
4	250	550 SEK
5	271	600 SEK

Den 21 oktober beslutade bolaget vid en extra bolagsstämma att införa möjligheten att genomföra nyemissioner av preferensaktier. Dessa preferensaktier kommer att emitteras till en teckningskurs om 120 kronor per aktie och ge en årlig, månadsvis utbetald preferensutdelning motsvarande 12 kronor per år. Syftet med emissionen är att skapa ett flexibelt finansieringsverktyg som möjliggör långsiktig tillväxt i bolagets BTC-innehav per stamaktie, utan att ta upp lån eller skapa utspädningseffekter för befintliga aktieägare. Listning av preferensaktien förväntas ske under första halvåret 2026. Finansieringen av preferensaktierna kan ske genom framtida emissioner, konvertibla skuldebrev eller genom försäljning av delar av bolagets nuvarande BTC-innehav.

Internationell marknadsnärvaro

Parallellt med kapitalanskaffningen har bolaget under sommaren arbetat för att stärka sin internationella synlighet och förbättra likviditeten i aktien. Den 10 juli lämnades en ansökan in om handel på OTC Markets i USA, vilket öppnar dörren för amerikanska investerare att få direkt exponering mot bolaget. Aktien inledde även handeln på Frankfurtbörsen under tickern X4L på Frankfurt börsen den 14 juli. Dessa initiativ bidrar till att bygga en mer diversifierad och långsiktig ägarbas. På sikt kan denna internationella närvaro bidra till att minska volatiliteten och skapa en högre värdering av aktien.

BTC AB i jämförelse med peers

Antalet Bitcoin Treasury-bolag har ökat snabbt den senaste tiden och globalt finns nu runt 180 publika bolag som har bitcoin på balansräkningen. De publika bolagen äger närmare en miljon BTC (cirka 5 % av den totala mängden som någonsin kommer att finnas). Bland dessa bolag återfinns renodlade Bitcoin Treasury-bolag, men även andra etablerade företag med andra primära verksamheter så som Tesla och Mercadolibre.

Bland alla publika bolag har vi valt ut tio bolag för jämförelse. I urvalet exkluderades bolag så som Tesla och Mercadolibre, då deras primära verksamheter stör jämförelsen. Flera av de utvalda peers har dock även andra verksamheter och det är få som är rena bitcoin treasury-bolag likt BTC AB. Strategy är den i särklass största aktören och pionjären i branschen, och påverkar även snittet avsevärt på grund av sin storlek. Siffrorna nedan är hämtade 2025-10-31, och vid tillfället uppgick Bitcoin-priset till 109 851 USD.

Översikt - Peers

	Börsvärde (MUSD)	Nettoskuld (MUSD)	EV (MUSD)	Antal aktier		BTC-innehav
				Nuvarande	Vid full utspädning	
Strategy	73 105	14 869	87 974	283 552 947	317 624 000	640 808
Metaplanet	3 630	24	4 600	721 990 000	751 210 000	30 823
Bitcoin Treasury Corp	74	24	98	10 080 000	12 158 413	771
H100 Group	95	74	169	254 070 000	352 948 081	1 046
K33	38	3	41	13 567 689 187	13 717 689 187	141
London Bitcoin Company	19	6	25	347 413 515	347 413 515	86
Belgravia Hartford Capital	13	1	14	126 480 000	160 300 000	83
Smarter Web Company	192	84	276	269 556 453	272 275 004	2 660
Capital B	407	4	411	171 770 000	331 180 647	2 818
Semler Scientific	420	27	447	13 688 405	17 051 000	5 048
Median	144	24	223	261 813 227	324 402 324	1 853
Snitt	7 799	1 512	9 405	1 576 629 051	1 627 984 985	68 428
Bitcoin Treasury Capital	16	0	16	773 301	832 847	187

Data hämtad 2025-10-31

Lågt värderat jämfört med peers - handlas till rabatt

Vi har jämfört samtliga bolags värdering utifrån mNAV, både beräknat på nuvarande antal aktier och vid full utspädning. mNAV för bitcoin treasury-bolag beräknas genom att ta bolagets börsvärde plus skulder minus kassa och dividera detta med värdet på bolagets bitcoin-innehav. Det visar vilken premie eller rabatt marknaden värderar aktien till i förhållande till bolagets faktiska BTC-innehav. Vid full utspädning tar man dessutom med samtliga potentiella nya aktier från optioner, konvertibler och andra instrument i beräkningen, vilket ger en mer konservativ bild av värderingen.

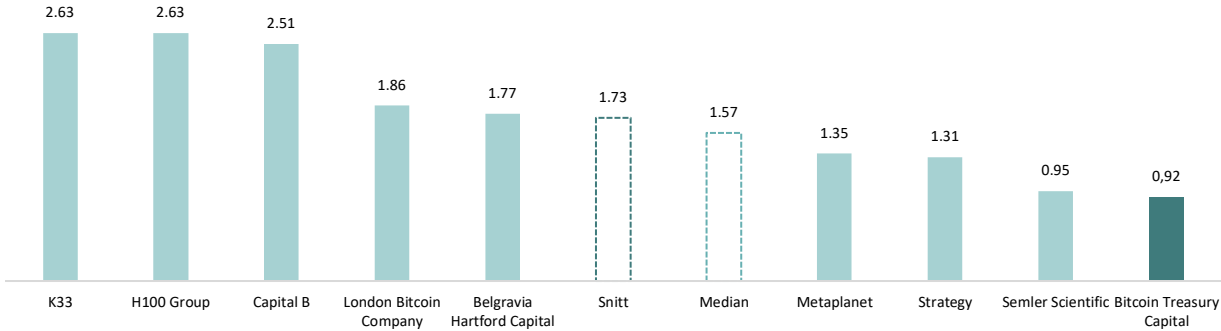
Översikt - Peer-värdering

	BTC-innehav	BTC NAV (MUSD)	mNAV	Utspädd mNAV
Strategy	640 808	70 393,4	1,25	1,25
Metaplanet	30 823	3 385,9	1,36	1,36
Bitcoin Treasury Corp	771	84,7	1,16	1,16
H100 Group	1 046	114,9	1,47	1,47
K33	141	15,5	2,65	2,65
London Bitcoin Company	86	9,4	2,60	2,60
Belgravia Hartford Capital	83	9,1	1,51	1,51
Smarter Web Company	2 660	292,2	0,94	0,94
Capital B	2 818	309,6	1,33	1,33
Semler Scientific	5 048	554,5	0,81	1,36
Median	1 853	203,6	1,34	1,58
Snitt	68 428	7 516,9	1,51	1,46
Bitcoin Treasury Capital	187	20,5	0.89	0,92

Data hämtad 2025-10-31

BTC AB handlas till mNAV 0,89 och 0,92 vid full utspädning, vilket är en rabatt kontra NAV. Utöver BTC AB är det enbart Semler Scientific som också handlas till rabatt, medan övriga handlas till en premie. Median och snitt avseende mNAV ligger på 1,57 respektive 2,0, vilket är avsevärt högre än BTC AB:s 0,86. Flertalet av de mindre bolagen i peer-listan handlas till premie, så BTC AB:s storlek ser inte vi som en förklaring till värderingsskillnaden.

Peer-översikt, mNAV vid full utspädning



BTC AB har redan visat förmågan att öka mängden bitcoin per aktie samtidigt som den finansiella risken hålls låg, vilket validerar bolagets modell. Detta i kombination med att värderingen i BTC AB är låg och att bolaget handlas till rabatt medför att detta kan vara ett intressant ingångsläge i aktien. Speciellt då BTC AB är ett renodlat bitcoin treasury-bolag, där investeraren inte får, en ofta förlustbringande, verksamhet på köpet. BTC AB har en modell där de operativa i bolaget inte tar ut någon lön, vilket minimerar OPEX, och istället kompenseras med aktier om bolaget når utsatta målsättningar.

En ytterligare dimension i värderingen är den asymmetriska riskprofilen mellan bolag som handlas till premie och de som ligger nära NAV. För bolag med högt mNAV innebär även en mindre kursnedgång att en oproportionerligt stor del av premien raderas, medan återhämtningen i regel är begränsad till att aktien åter når tidigare premie. För BTC AB, som handlas nära NAV, är situationen den omvända: nedsidan är skyddad av det underliggande tillgångsvärdet i bitcoinreserven, samtidigt som uppsidan kan bli betydande om marknaden börjar värdera bolaget i nivå med peers. Detta skapar ett mer gynnsamt risk-avkastningsförhållande där återhämtning och multipel-expansion är asymmetriskt till aktieägarnas fördel.

Hög bitcoin per aktie jämfört med peers

Utöver värderingsrabatten visar även jämförelsen av bitcoin per aktie att BTC AB positionerar sig väl i relation till peers. Med 0,00022453 BTC per aktie ligger bolaget klart över medianen (0,0000780 BTC/aktie). Detta innebär att varje aktie i BTC AB representerar ett större underliggande bitcoin-innehav än hos de flesta jämförbara bolag. Kombinationen av en högre bitcoin per aktie och att aktien samtidigt handlas nära NAV innebär att investerare får mer bitcoinexponering per investerad krona, utan att betala den premie som är vanlig i sektorn. Det stärker caset ytterligare: BTC AB erbjuder både en mer gynnsam risk-avkastningsförhållande (via mNAV) och en ovanligt hög direkt bitcoinexponering per aktie.

Översikt - Bitcoin per aktie

	BTC-innehav	BTC NAV/aktie	SATS/aktie	BTC/aktie
Strategy	640 808	0,00022501	201 750	0,00200396
Metaplanet	30 823	0,00000297	4 103	0,00004103
Bitcoin Treasury Corp	771	0,00000708	6 344	0,00006344
H100 Group	1046	0,00000030	296	0,00000296
K33	141	0,00000000	1	0,00000001
London Bitcoin Company	86	0,00000003	24	0,00000025
Belgravia Hartford Capital	83	0,00000006	52	0,00000052
Smarter Web Company	2 660	0,00000100	977	0,00000977
Capital B	2 818	0,00000074	851	0,00000851
Semler Scientific	5 048	0,00003284	29 605	0,00029604
Median	1 853	0,00000087	914	0,00000780
Snitt	68 428	0,00002685	24 400	0,00024401
Bitcoin Treasury Capital	187	0,00002508	22 453	0,00022453

Data hämtad 2025-10-31

Disclaimer

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

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

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

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

Intressekonflikt

Ingen på Fairvalue/Kalqyl äger aktier i det analyserade bolaget
Analysen är en uppdragsanalys