



## **Researchstudie (Anno)**

### **Bitcoin Group SE**



**Weiterhin hochprofitable Handelsplattform,  
trotz des schwierigen Marktumfelds**

**Nachhaltige Dividende und Aktienrückkäufe geplant**

**Kursziel: 80,00 €  
(bisher: 120,00 €)**

**Rating: KAUFEN**

**WICHTIGER HINWEIS:**

Bitte beachten Sie den Disclaimer/Risikohinweis  
sowie die Offenlegung möglicher Interessenskonflikte nach § 85 WpHG und Art. 20 MAR ab Seite 22

Hinweis gemäß MiFID II Regulierung für Research „Geringfügige Nichtmonetäre-Zuwendung“: Vorliegendes Research erfüllt die Voraussetzungen für die Einstufung als „Geringfügige Nichtmonetäre-Zuwendung“. Nähere Informationen hierzu in der Offenlegung unter „I. Research unter MiFID II“

## BITCOIN GROUP SE<sup>\*5a,7,11</sup>

**Rating: KAUFEN**  
**Kursziel: 80,00 €**  
**(bisher: 120,00 €)**

aktueller Kurs: 25,12  
09.08.22 / XETRA / 16:20 Uhr  
Währung: EUR

### Stammdaten:

ISIN: DE000A1TNV91  
WKN: A1TNV9  
Börsenkürzel: ADE  
Aktienanzahl<sup>3</sup>: 5,00  
Marketcap<sup>3</sup>: 125,60  
EnterpriseValue<sup>3</sup>: -26,97  
<sup>3</sup> in Mio. / in Mio. EUR  
Freefloat: <75,0 %

Marktsegment:  
Freiverkehr  
Rechnungslegung:  
IFRS

Designated Sponsor:  
Bank M AG

Geschäftsjahr: 31.12.

### Analysten:

Matthias Greiffenberger  
greiffenberger@gbc-ag.de

Felix Haugg  
haugg@gbc-ag.de

\* Katalog möglicher Interessenskonflikte auf Seite 23

### Unternehmensprofil

Branche: Software

Fokus: Holding im Bereich Cryptocurrencies

Mitarbeiter: 28 Stand: 31.12.2021

Gründung: 2008

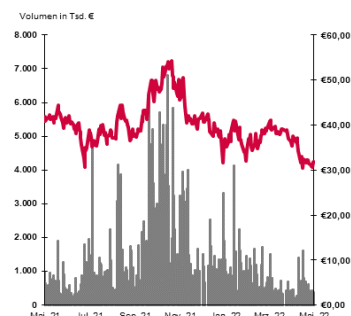
Firmensitz: Herford

Vorstand: Marco Bodewein, Michael Nowak,  
Per Hlawatschek

Die Bitcoin Group SE ist eine Holding mit Schwerpunkt auf innovativen und disruptiven Geschäftsmodellen und Technologien aus den Bereichen Cryptocurrency und Blockchain.

Die Bitcoin Group SE hält 100% der Anteile an der futurum bank AG, die neben klassischen Wertpapierdienstleistungen unter Bitcoin.de einen Handelsplatz für die digitalen Währungen wie Bitcoin, Bitcoin Cash, Bitcoin Gold, Ethereum und weitere betreibt, sowie 50% der Anteile an der Sineus Financial Services GmbH, einem Finanzdienstleister.

Ziel der Gesellschaft ist es, durch weitere Beteiligungserwerbe ein Portfolio von Beteiligungen aufzubauen, das unter den Gesichtspunkten der Risikostreuung und Renditemöglichkeiten den Anforderungen von Investoren entspricht.



GuV in Mio. EUR \ GJ.-Ende	31.12.2020	31.12.2021	31.12.2022e	31.12.2023e
Umsatz	15,03	25,39	14,57	18,94
EBITDA	10,55	19,75	9,25	13,17
EBIT	13,54	19,74	-0,89	13,03
Jahresüberschuss	9,52	13,37	-0,63	8,81

### Kennzahlen in EUR

Gewinn je Aktie	1,90	2,67	-0,13	1,76
Dividende je Aktie	0,00	0,00	0,10	0,10

### Kennzahlen

EV/Umsatz	-1,79	-1,06	-1,85	-1,42
EV/EBITDA	-2,56	-1,37	-2,92	-2,05
EV/EBIT	-1,99	-1,37	30,24	-2,07
KGV	13,19	9,39	-199,21	14,25
KBV		0,83		

### Finanztermine

September 2022: Halbjahresabschluss 22

### \*\*letzter Research von GBC:

Datum: Veröffentlichung / Kursziel in EUR / Rating

02.11.2021: RS / 120,00 / KAUFEN

31.03.2021: RS / 120,00 / KAUFEN

\*\* oben aufgeführte Researchstudien können unter [www.gbc-ag.de](http://www.gbc-ag.de) eingesehen, bzw. bei der GBC AG, Halderstr. 27, D86150 Augsburg angefordert werden

## EXECUTIVE SUMMARY

- Die Bitcoin Group SE hat ein Rekordgeschäftsjahr abgeschlossen mit einem Umsatz von 25,39 Mio. € (VJ: 15,03 Mio. €) und einem EBITDA in Höhe von 19,75 Mio. € (VJ: 10,55 Mio. €). Die überproportionale Ergebnisverbesserung zeigte sich im Jahresüberschuss mit 13,37 Mio. € (VJ: 9,52 Mio. €). Diese hervorragende operative Entwicklung ist vornehmlich auf das hohe Handelsvolumen der Krypto-Handelsplattform Bitcoin.de im ersten Halbjahr 2022 zurückzuführen. Die Kryptomärkte entwickelten sich Ende 2020 und bis Mitte 2022 sehr dynamisch und zahlreiche institutionelle Investoren und Unternehmen investierten in diese Asset-Klasse. Zeitgleich wurden Krypto-ETFs gestartet und El Salvador erkannte Bitcoin als Zahlungsmittel an. Getrieben durch diesen medialen Fokus wurden stetig neue Höchststände erreicht. Ab dem Winter 2021 verloren viele Kryptowährungen an Wert und die mediale Aufmerksamkeit verschob sich.
- Durch die sehr gute operative Entwicklung erhöhten sich zum 31.12.2021 die liquiden Mittel auf 20,28 Mio. € (VJ: 12,01 Mio. €) und die Netto-Krypto-Eigenbestände auf 132,43 Mio. €. Die Kryptomärkte haben seit Jahresanfang parallel zu den traditionellen Kapitalmärkten rund 50% an Wert verloren. Daher schätzen wir die aktuellen Netto-Krypto-Eigenbestände auf rund 65 Mio. €. Bei einer Marktkapitalisierung von aktuell rund 125 Mio. € und liquiden Mitteln von rund 85 Mio. € liegt der Enterprise Value bei 40 Mio. €. Das bedeutet, dass das operative Geschäft des Unternehmens, welches im abgelaufenen Geschäftsjahr 2021 einen Jahresüberschuss von 19,75 Mio. € erzielt hat, nur mit 40 Mio. € bewertet ist. Unseres Erachtens ist das Unternehmen weiterhin signifikant unterbewertet. Diese Ansicht teilt auch das Management und auf der Hauptversammlung am 01.07.2022 wurde ein Aktienrückkaufprogramm und eine Dividende in Höhe von 0,10 € je Aktie beschlossen.
- Die Finanzmärkte stehen aktuell unter Druck durch die allgemeinen Sorgen über eine steigende Inflation, geopolitische Spannungen insbesondere dem Ukraine-Konflikt und der Möglichkeit einer strafferen Geldpolitik der US-Notenbank. Diese Entwicklung spiegelt sich auch in den Kryptomärkten wider. Daher liegen unsere Prognosen, wie auch die Guidance unter dem Vorjahresniveau. Wir erwarten im laufenden Geschäftsjahr Umsatzerlöse in Höhe von 14,57 Mio. € (VJ: 25,39 Mio. €) und ein EBITDA in Höhe von 9,25 Mio. € (VJ: 19,75 Mio. €), gefolgt von 18,94 Mio. € Umsatz im Jahr 2023 und einem EBITDA von 13,17 Mio. €. Unseres Erachtens sollte sich das Jahr 2023 deutlich dynamischer entwickeln mit bis dahin überwundenen Krisen und einer anstehenden Bitcoin-Halbierung. Eine Bitcoin-Halbierung bedeutet eine Halbierung der Bitcoin-Inflation, was in der Regel direkt zu Kurssteigerungen führt. Der Konsens für Bitcoin liegt immer noch bei einem Wert von mindestens 100.000 €, jedoch unterscheiden sich die Zeiträume vieler Schätzungen deutlich.
- **Auf Basis unseres DCF-Modells haben wir einen fairen Wert in Höhe von 80,00 € (bisher 120,00 €) ermittelt und vergeben das Rating KAUFEN. Hintergrund des reduzierten Kursziels ist zum einen die geringere Prognose für das laufende Geschäftsjahr 2022 und zum anderen der gestiegene risikolose Zinssatz.**

## INHALTSVERZEICHNIS

<b>Executive Summary</b> .....	<b>2</b>
<b>Unternehmen</b> .....	<b>4</b>
Aktionärsstruktur .....	4
Geschäftstätigkeit der Bitcoin Group SE .....	4
<b>ESG</b> .....	<b>5</b>
SDG-Referenz: Unternehmensspezifischer Beitrag zu den 17 UN- Nachhaltigkeitszielen (Auszug) .....	6
GBC Nachhaltigkeitsfazit: .....	6
<b>Markt und Marktumfeld</b> .....	<b>7</b>
Bitcoin im Jahr 2021 .....	7
Bitcoin im Q1 2022 .....	8
<b>Unternehmensentwicklung</b> .....	<b>10</b>
Kennzahlen im Überblick .....	10
Geschäftsentwicklung 2021 .....	11
Umsatzentwicklung .....	11
Ergebnisentwicklung .....	12
Bilanzielle und finanzielle Situation zum 31.12.2021 .....	14
SWOT-Analyse .....	16
<b>Prognose und Bewertung</b> .....	<b>17</b>
Umsatzprognose .....	17
Ergebnisprognose .....	18
Bewertung .....	20
Modellannahmen .....	20
Bestimmung der Kapitalkosten .....	20
Bewertungsergebnis .....	20
DCF-Modell .....	21
<b>Anhang</b> .....	<b>22</b>

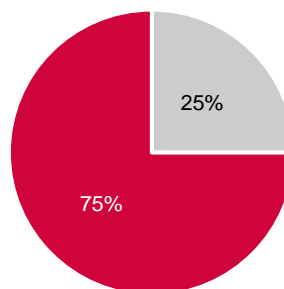
## UNTERNEHMEN

### Aktionärsstruktur

Aktionäre	Anteil
Priority AG	>25%
Freefloat	<75%

Quelle: Bitcoin Group SE; GBC AG

- Priority AG
- Freefloat



### Geschäftstätigkeit der Bitcoin Group SE

Die Bitcoin Group SE ist ein Beteiligungsunternehmen mit dem Fokus auf Krypto- und Blockchain-Technologie. Die Hauptgeschäftstätigkeit ist aktuell die Krypto-Handelsplattform bitcoin.de, die von der 100%igen Tochtergesellschaft futurum bank AG betrieben wird. Neben der Handelsplattform betreibt die futurum bank AG klassisches Investment Banking sowie Investment Banking mit Krypto-Ansatz (z.B. einen Krypto-Trading-Desk).

### Die Website Bitcoin.de

The screenshot shows the Bitcoin.de website interface. At the top, there are navigation links: HOME, MARKTPLATZ, NEWS, FORUM, FAQ, KONTAKT, and INVESTOR RELATIONS. Below this is a menu for various cryptocurrencies: BTC / EUR, BCH / EUR, BTG / EUR, ETH / EUR, BSV / EUR, LTC / EUR, XRP / EUR, DOGE / EUR. A note says "Aktuelle Bitcoin Kurs: 29.269,16 € (Stand: 17.05.22 13:45)".

There are two main order book sections: "Kaufen / Bid" and "Verkaufen / Ask".

Menge (min.)	EUR / BTC	Volumen	Info	Kaufen
0,31341705 (0,156)	28.849,00 €	9.041,77 €	🇩🇪 🇺🇸 🇯🇵	KAUFEN
0,01 (0,003)	29.003,37 €	290,03 €	🇩🇪 🇺🇸 🇯🇵	KAUFEN
0,007 (0,007)	29.003,49 €	203,02 €	🇩🇪 🇺🇸 🇯🇵	KAUFEN
0,01 (0,01)	29.003,52 €	290,04 €	🇩🇪 🇺🇸 🇯🇵	KAUFEN
0,1 (0,003)	29.003,52 €	2.900,35 €	🇩🇪 🇺🇸 🇯🇵	KAUFEN
0,3 (0,0022)	29.003,52 €	8.701,06 €	🇩🇪 🇺🇸 🇯🇵	KAUFEN

Menge (min.)	EUR / BTC	Volumen	Info	Verkaufen
0,01 (0,005)	28.800,00 €	288,00 €	🇩🇪 🇺🇸 🇯🇵	VERKAUFEN
0,007 (0,003)	28.800,00 €	201,60 €	🇩🇪 🇺🇸 🇯🇵	VERKAUFEN
0,00252525 (0,0025)	28.776,01 €	72,67 €	🇩🇪 🇺🇸 🇯🇵	VERKAUFEN
0,137 (0,00695)	28.776,00 €	3.942,31 €	🇩🇪 🇺🇸 🇯🇵	VERKAUFEN
0,0095 (0,0022)	28.710,00 €	272,75 €	🇩🇪 🇺🇸 🇯🇵	VERKAUFEN
0,34 (0,01)	28.707,21 €	9.760,45 €	🇩🇪 🇺🇸 🇯🇵	VERKAUFEN

Below the order books is a candlestick chart titled "Entwicklung des Bitcoin-Kurses der vergangenen 48 Stunden in EUR". The chart shows price fluctuations between 27k and 31k EUR/BTC. A watermark "Bitcoin-Marketplace - Made in Germany!" is visible over the chart.

Quelle: GBC AG

## ESG

Neben den zunehmenden regulatorischen Aspekten (Stichwort: EU-Taxonomie, Offenlegungsverordnung etc.) hat das Thema Nachhaltigkeit für börsennotierte Unternehmen eine weitere, nicht minder wichtige Dimension: Nachhaltigkeit und Transparenz spielen heute eine tragende Rolle für die Bewertung eines Unternehmens am Kapitalmarkt und sind ausschlaggebend für die Anlageentscheidungen institutioneller Investoren – sowohl bei Aktien als auch bei Bonds. Vor diesem Hintergrund haben wir die Bitcoin Group SE einem Nachhaltigkeits-Check auf Basis unseres standardisierten und proprietären Nachhaltigkeitsfragebogens unterzogen, um ein unternehmensspezifisches ESG-Profil zu erstellen und konkrete nachhaltigkeitsorientierte Unternehmensaktivitäten zu durchleuchten.

**ESG-Profil:** Nachhaltigkeitsorientierte Aktivitäten des Unternehmens (auf Basis der Beantwortung des GBC-Nachhaltigkeitsfragebogens)

### E - Beitrag zum Umwelt- und Klimaschutz (Umweltmanagement)

- ❖ Teilweise eigene Stromerzeugung
- ❖ Papierloses Office
- ❖ Elektroautos / E-Bikes im Fuhrpark

### S – Maßnahmen für ein nachhaltiges Arbeitsumfeld und Personalförderung

- ❖ IT-Fortbildungen
- ❖ Kinderförderung (Kindergartenzuschuss, finanzielle Betreuungszuschüsse)
- ❖ Teilzeitstellen für Mitarbeiter mit Kindern
- ❖ Homeoffice/Remote Work
- ❖ Gesundheitsangebote
- ❖ Altersvorsorge
- ❖ Zuschüsse zu öffentlichen Verkehrsmitteln
- ❖ Treueprämie
- ❖ Vermögenswirksame Leistungen
- ❖ Übertarifliche Bezahlung mit variabler Vergütung auf Jahresbasis sowie variablen Anreizsystemen auf Basis von Mehrjahresgeschäftsentwicklungen

### G – Unternehmensführung (Nachhaltige Corporate Governance)

- ❖ Sponsoring von kulturellen bzw. sozialen Engagements

ESG hat einen hohen Stellenwert in der Bitcoin Group SE und basiert auf der strategischen Unternehmenspolitik und der eigenen Unternehmensphilosophie. Primär geht es um ressourcenschonendes Arbeiten, da die Umwelt als sehr wichtig angesehen wird. Als Unternehmen mit starkem IT- & Bankfokus steht der Mensch im Mittelpunkt. Hierdurch können hohe durchschnittliche Betriebszugehörigkeiten von 6 bis 9 Jahre erreicht werden. Dazu kommt eine übertarifliche Bezahlung der Mitarbeiter. Hintergrund der ökonomischen Nachhaltigkeit ist für das Unternehmen die Sozial-Gesellschaftliche Verantwortung. Darüber hinaus wird der Bereich Forschung und Entwicklung durch Zukunftsinvestitionen vorangetrieben mit Investitionen in neue Technologien/Digitalisierung sowie in Mitarbeiter. Durch die vertrauensvolle Zusammenarbeit bestehen Kundenbeziehungen über viele Jahre. Ein ESG-/Nachhaltigkeitsbericht wird hierfür nicht separat erstellt. Insgesamt wird sich stark auf die Mitarbeiter fokussiert mit Möglichkeiten auf Homeoffice. Weiterhin werden mit Solarmodulen eigener Strom produziert.

## SDG-Referenz: Unternehmensspezifischer Beitrag zu den 17 UN-Nachhaltigkeitszielen (Auszug)

Die Bitcoin Group SE leistet einen wesentlichen Beitrag zu dem Zielen: 3, 7, 8, 9 und 13. Dadurch trägt die Gesellschaft zur Zielerfüllung zu 5 von 17 UN-Nachhaltigkeitszielen aktiv bei. Somit wird deutlich, dass die Berücksichtigung von Nachhaltigkeitsaspekten ein essenzieller Bestandteil des Geschäftsmodells respektive der Unternehmensstrategie darstellen und das Thema Nachhaltigkeit einen immanenten Stellenwert bei der Ausrichtung der Investitionsentscheidungen der Bitcoin Group SE einnimmt.



### GBC Nachhaltigkeitsfazit:

Zusammenfassend adressiert die Bitcoin Group SE insgesamt **5 der 17** UNESCO Nachhaltigkeitszielen und leistet somit einen aktiven Beitrag zu deren Erreichung. Dadurch ist unseres Erachtens ein Investment in ein nachhaltig agierendes Unternehmen sichergestellt und eignet sich somit gut für ein nachhaltigkeitsorientiertes (ESG-konformes) Portfolio. Die Bitcoin Group SE bietet potenziellen Investoren die Möglichkeit, in eine Beteiligungsgesellschaft mit Fokus auf innovativen Geschäftsmodellen zu investieren. In diesem Zusammenhang stellt ein verstärktes Umweltbewusstsein im Rahmen eines nachhaltigkeitsorientierten Investmentansatzes der Bitcoin Group SE ein **solides ESG/Impact-Investment** dar.

## MARKT UND MARKTUMFELD

Der wichtigste Treiber für die Bitcoin Group SE ist die mediale Aufmerksamkeit auf die Kryptomärkte. Besonders in Krypto-Bullenmärkten kann die Bitcoin Group SE vom gestiegenen Handelsvolumen profitieren. Als naheliegenden Proxy haben wir die Kursentwicklung von Bitcoin genutzt. Das Handelsvolumen ist jedoch nicht zwangsläufig an die Preisentwicklung gebunden, sondern scheint stark mit Newsflow und medialer Aufmerksamkeit zu korrelieren. Die wichtigsten Kryptowährungen für die Bitcoin.de-Plattform sind aktuell noch Bitcoin und Ethereum, welche vom Kurs stark korrelieren und daher betrachten wir im Rahmen der Marktanalyse vornehmlich den Bitcoin-Kurs.

### Bitcoin im Jahr 2021

Das Jahr 2021 begann bereits mit einem Hype aus dem Vorjahr, in dem institutionelle Investoren und Unternehmen umfangreich in Kryptowährungen investiert haben. Tesla, Square und andere schlossen sich MicroStrategy an, indem sie Bitcoin als Reserveaktivum in ihre Bilanzen aufgenommen haben.

Im ersten Quartal 2021 wurden außerdem drei Bitcoin-ETFs erfolgreich an der Börse von Toronto eingeführt. Der Schwung aus dem ersten Quartal setzte sich im zweiten Quartal fort, als viele Diskussionen um die Auswirkungen des Bitcoin-Minings auf die Umwelt aufkamen, was zu lebhaften Debatten führte. Aus diesen Debatten entstand eine Fülle von Initiativen für "sauberes" Bitcoin-Mining. Darüber hinaus erreichte der Bitcoin im April 2021 ein Allzeithoch, um dann wieder abzustürzen und das Quartal mit einer Rendite von -40 % zu beenden. Bitcoin wurde abermals zum Zentrum öffentlicher Debatten, nachdem Tesla angekündigt hatte, aufgrund von Umweltbedenken, Bitcoin-Zahlungen einzustellen, was zur Gründung einer neuen Branchenkooperative namens Bitcoin Mining Council (BMC) führte.

Die wohl größte Krypto-Neuigkeit des zweiten Quartals 2021 war die Ankündigung, dass El Salvador Bitcoin als gesetzliches Zahlungsmittel einführen wird. China ging unterdessen den umgekehrten Weg und verbot den Kryptohandel, was eine kurzfristige negative Marktreaktion auslöste. Gleich am Ende des zweiten Quartals ging China auch hart gegen das Bitcoin-Mining vor und verbot es vollständig. Die Hashrate (ein Maß für die Rechenleistung in einem Kryptowährungsnetzwerk, das ein wichtiger Sicherheitsindikator ist) hatte Mitte Mai ein Allzeithoch von etwa 178 Exahashes pro Sekunde erreicht und war dann bis Anfang Juli im dritten Quartal auf einen Tiefstand von etwa 89 EH/s gesunken. Seitdem hat die Hashrate ihren Aufwärtstrend wieder in Richtung Allzeithoch fortgesetzt. Die Hashrate lag Ende 2021 bei 179 EH/s. Ab April 2021 waren 100 % der Hash-Rate aus China in die USA, Russland, Kasachstan und weitere Länder abgewandert.

Im dritten Quartal führte El Salvador Bitcoin als gesetzliches Zahlungsmittel ein und die Menge an Bitcoin im Lightning Network stieg stark an. Während sich Bitcoin immer mehr zu einem "Wertaufbewahrungsmittel" und einer "digitalen Spartechnologie" entwickelt, besinnt es sich auf seine Wurzeln als "reine Peer-to-Peer-Version von elektronischem Bargeld" zurück, wenn man die wachsende Zahl von Real-Life-Implementierungen des Lightning Network betrachtet.

War das dritte Quartal 2021 durch das enorme Wachstum des Bitcoin als digitales Bargeld gekennzeichnet, so rückte zu Beginn des vierten Quartals die "Wertaufbewahrungsfunktion" in den Vordergrund. Die US-Börsenaufsichtsbehörde genehmigte den ersten börsenhandelten Bitcoin-Futures-Fonds in den Vereinigten Staaten. Der Hype um die Einführung war groß, und der ETF (Ticker: BITO) erreichte bis zum Ende des ersten Tages ein Handelsvolumen von rund 1 Milliarde Dollar. Damit war er der am zweithäufigsten



gehandelte neue ETF aller Zeiten. Es wurde jedoch viel Befremden darüber geäußert, dass es sich bei dem börsengehandelten Fonds um einen Futuresbasierten Fonds und nicht um einen Spot-ETF handelt. Anstatt physische Bitcoins für die Anleger zu halten, verwendet BITO eine Mischung aus Terminkontrakten, um die Preisentwicklung von Spot-Bitcoin zu imitieren. Nichtsdestotrotz hat die Einführung des US-amerikanischen Futures-Bitcoin-ETF den Hype noch verstärkt, wodurch der Bitcoin am 10. November mit 68.990,90 USD ein weiteres Allzeithoch erreichte. Von Ende November bis Mitte Dezember stürzte der Preis dann bis in den Bereich von 58.000 USD ab. Trotz der Erwartungen vieler, dass im Jahr 2021 die Marke 100.000 USD für einen einzelnen Bitcoin erreicht wird, beendete der Bitcoin das Jahr mit einem Minus von 60 % bei 46.712,90 USD.

### Bitcoin / EUR Preisentwicklung für das Jahr 2021 und das Q1 2022



Quelle: Ariva

So wie 2021 ein prägendes Jahr für Bitcoin war, könnte sich 2022 langfristig als ein noch wichtigeres Jahr erweisen. Bitcoin gewinnt stetig an Legitimität und wird nicht mehr als esoterische digitale Währung für Tech-Spekulanten angesehen. Zunehmend setzen Unternehmen, Institutionen, nationale Regierungen und Einzelpersonen ihren Ruf und ihr Kapital ein, um am Erfolg dieses Ökosystems zu partizipieren.

### Bitcoin im Q1 2022

Zu Beginn des ersten Quartals 2022 bildete die fehlende Handelsaktivität über den Jahreswechsel, gepaart mit steigenden Inflationsängsten, einer negativen Marktstimmung, der für den größten Teil des Quartals anhielt.

Im Januar verzeichneten die USA die höchste Inflationsrate seit fast 40 Jahren. Die Märkte preisten auch das geopolitische Risiko rund um die ukrainische Grenze und die drohenden Zinserhöhungen ein. Bitcoin litt ebenso wie die globalen Märkte. Aggressives De-Risking, begleitet von zahlreichen Verkäufen, ließ Bitcoin bis auf 32.950 USD fallen. Die Marktdominanz des Vermögenswerts fiel unter 40 %, ein Niveau, das seit Mai 2018 nicht mehr erreicht wurde. Einige Anleger blieben verängstigt, andere erkannten eine Chance. Dieser Einbruch wurde schnell aufgefangen und der Preis erholte sich bis Anfang Februar wieder auf über 45.000 USD.

Während des größten Teils des Februars und Anfang März dominierte die negative Stimmung, und der Preis sank unter 40.000 USD. Zwischenzeitliche Kurssteigerungen wurden schnell mit Gewinnmitnahmen und Verlustbegrenzung beantwortet. Im selben Zeitraum

kam es nach dem Einmarsch Russlands in die Ukraine zu einem Kursrückgang von 30 % und der Kurs erreichte erneut die Marke von 35.000 USD. Anfang März erlebte Bitcoin einen vorübergehenden Zusammenbruch in Korrelation mit dem S&P500, aufgrund von Spekulationen über die Möglichkeit von Werttransfers im Rahmen der Russland-Sanktionen.

Die erste Hälfte dieses Jahres war für den S&P die schlechteste Zweijahresrendite seit 1970. Mit Blick auf das nächste Quartal und darüber hinaus ist zu erwarten, dass Zinserhöhungen und die quantitative Straffung fortgesetzt werden, was letztlich die Allokation in risikoreichere Investitionsmöglichkeiten für viele Investoren einschränken wird.

Auch wenn die aktuellen Marktbedingungen schwierig erscheinen, ist dies jedoch kein unbekanntes Terrain für die Krypto-Anlageklasse. Wenn sich die makroökonomischen Bedingungen allmählich verbessern werden, so wird sich auch der Kryptomarkt erholen. Die schwierige Frage ist und war schon immer das Timing. Auf langfristige Sicht ist diese Assetklasse unseres Erachtens weiterhin sehr attraktiv.

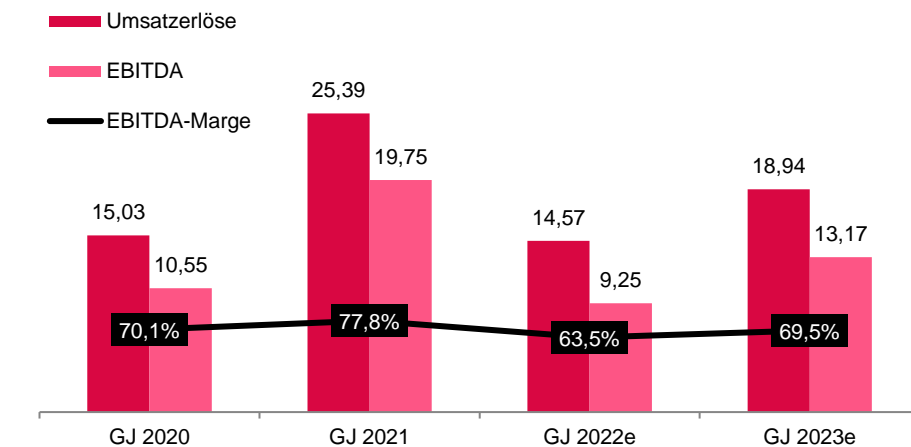
## UNTERNEHMENSENTWICKLUNG

### Kennzahlen im Überblick

	GJ 2020	GJ 2021	GJ 2022e	GJ 2023e
<b>Umsatzerlöse</b>	<b>15,03</b>	<b>25,39</b>	<b>14,57</b>	<b>18,94</b>
Sonstige betriebliche Erträge	0,21	0,48	0,00	0,33
Sonstige betriebliche Aufwendungen	-1,90	-2,89	-2,30	-2,99
Materialaufwand	-0,48	-0,42	-0,42	-0,44
Personalaufwand	-2,31	-2,82	-2,60	-2,68
<b>EBITDA</b>	<b>10,55</b>	<b>19,75</b>	<b>9,25</b>	<b>13,17</b>
Abschreibungen	-0,12	-0,15	-0,14	-0,14
Abschreibung/Zuschreibung (Kryptowährungen)	3,12	0,14	-10,00	0,00
<b>EBIT</b>	<b>13,54</b>	<b>19,74</b>	<b>-0,89</b>	<b>13,03</b>
Finanzierungserträge	0,01	0,01	0,00	0,00
Finanzierungserträge verbundene Unternehmen	0,00	0,00	0,00	0,00
Finanzierungsaufwand verbundene Unternehmen	0,00	0,00	0,00	0,00
Finanzierungsaufwendungen	-0,02	-0,04	-0,04	-0,04
<b>Gewinn vor Steuern</b>	<b>13,53</b>	<b>19,72</b>	<b>-0,93</b>	<b>12,99</b>
Tatsächlicher Steueraufwand	-4,01	-6,34	0,30	-4,18
Ertrag aus latenten Steuern	0,00	0,00	0,00	0,00
<b>Nettoergebnis</b>	<b>9,52</b>	<b>13,37</b>	<b>-0,63</b>	<b>8,81</b>
Umsatzerlöse	15,03	25,39	14,57	18,94
EBITDA	10,55	19,75	9,25	13,17
<i>EBITDA-Marge</i>	<i>70,1%</i>	<i>77,8%</i>	<i>63,5%</i>	<i>69,5%</i>
EBIT	13,54	19,74	-0,89	13,03
<i>EBIT-Marge</i>	<i>90,1%</i>	<i>77,8%</i>	<i>-6,1%</i>	<i>68,8%</i>
Nettoergebnis	9,52	13,37	-0,63	8,81
<i>Netto-Marge</i>	<i>63,3%</i>	<i>52,7%</i>	<i>-4,3%</i>	<i>46,5%</i>

Quelle: GBC AG

### Entwicklung des Umsatzes, des EBITDA (in Mio. €) und der EBITDA-Marge (in %)



Quelle: GBC AG

## Geschäftsentwicklung 2021

GuV (in Mio. €)	GJ 2019	GJ 2020	GJ 2021
Umsatzerlöse	6,30	15,03	25,39
EBITDA	2,59	10,55	19,75
EBITDA-Marge	41,2%	70,1%	77,8%
EBIT	2,54	10,42	19,60
EBIT-Marge	40,3%	69,3%	77,2%
Jahresüberschuss	2,15	9,52	13,37
EPS in €	0,43	1,90	2,67

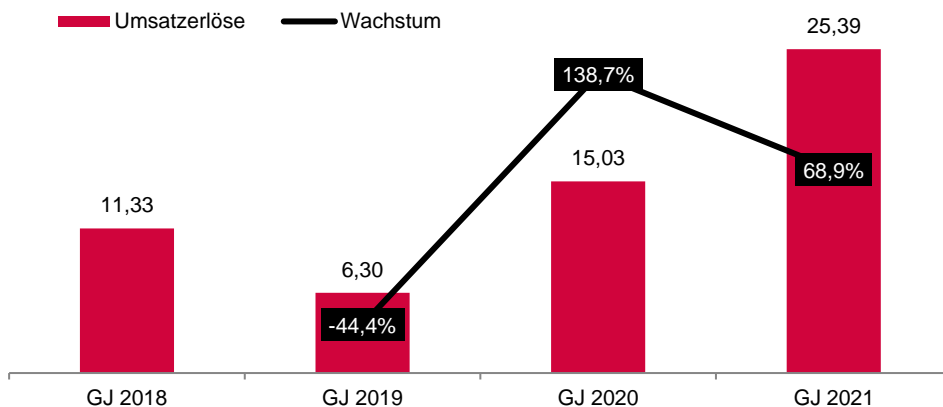
Quelle: Bitcoin Group SE, GBC AG

### Umsatzentwicklung

Trotz der vergleichsweise hohen Volatilität der Kryptomärkte lag unsere Prognose sehr nah an der Realität. Das Unternehmen übertraf unsere Prognosen in Höhe von 24,00 Mio. € Umsatz und einem EBITDA von 18,31 Mio. € moderat. Tatsächlich wurde ein Umsatz von 25,39 Mio. € und ein EBITDA in Höhe von 19,75 Mio. € erzielt.

Im abgelaufenen Geschäftsjahr 2021 hat das Unternehmen mit dem Umsatzanstieg um 68,9 % auf 25,39 Mio. € (VJ: 15,03 Mio. €) einen weiteren Umsatzrekord erreicht. Hintergrund dieser Entwicklung war vornehmlich das gestiegene Handelsvolumen auf der Handelsplattform bitcoin.de, welches einerseits durch das gestiegene Interesse an Kryptowährungen entstanden ist. Andererseits bediente die regulierte Plattform mit ihrer hohen Nutzerfreundlichkeit das gestiegene Interesse im Kryptowährungsbereich.

### Umsatzerlöse (in Mio. €)



Quelle: Bitcoin Group SE, GBC AG

Hier zeigt sich auch, dass Kunden gerne auf transparenten und regulierten Plattformen agieren, was sich in der gestiegenen Nutzerzahl widerspiegelt. Die Anzahl der Nutzer überstieg, wie geplant, die Marke von 1 Mio. Nutzer in der Mitte des Jahres und erreichte zum Ende des Jahres 2021 die Marke von 1,02 Mio. (VJ: 0,92 Mio.). Somit konnten im Durchschnitt mehr als 8.000 Nutzer pro Monat gewonnen werden.

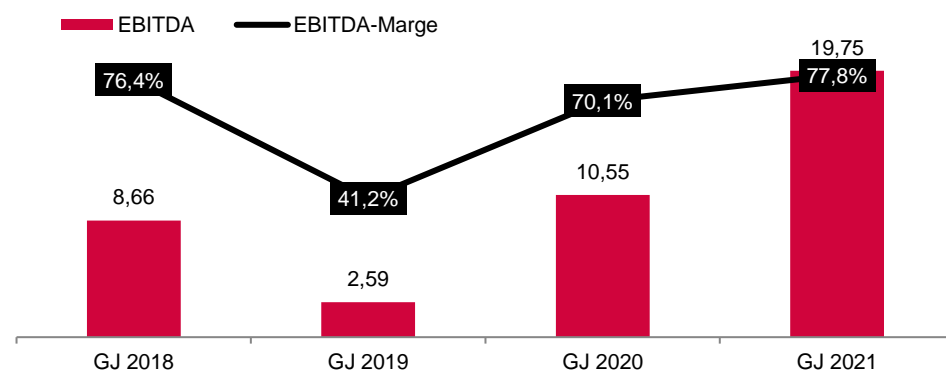
Darüber hinaus baut die Bitcoin Group auch das Angebot auf der Bitcoin.de-Plattform stetig aus. Beispielsweise wurden die Handelsmöglichkeiten um Ripple (XRP) und Dogecoin (DOGE) erweitert, womit in Summe acht Kryptowährungen zum Handel gegen Euro angeboten werden. Darüber hinaus kann ab Dezember 2021 auch in reinen Krypto-Währungspaaren gehandelt werden. Als erste deutsche Plattform ermöglicht Bitcoin.de ihren Kunden den Handel von Ethereum, Ripple und Dogecoin gegen den Bitcoin.

Die meisten Umsatzerlöse erzielt die bitcoin.de Plattform in Zeiten eines Kryptobooms, welcher in den Medien thematisiert wird. Insbesondere im ersten Quartal 2021 und in Teilen des zweiten Quartals 2021 war dies der Fall. Die Kryptomärkte kamen bereits aus einem Boom-Markt 2020, welcher sich 2021 fortgesetzt hat. Weitere positive Neuigkeiten, wie der Einstieg von Unternehmen und institutionellen Investoren, beflügelten die Kurse und die Medienaufmerksamkeit. Auch die ersten Krypto-ETFs sowie die Anerkennung von Bitcoin als Zahlungsmittel in El Salvador sollten zu diesem Trend beigetragen haben. Von diesem sehr dynamischen ersten Halbjahr 2021 konnte auch die Bitcoin Group profitieren und erzielte im ersten Halbjahr bereits Umsatzerlöse in Höhe von 17,70 Mio. €, was rund 70% des erzielten Gesamtjahresumsatzes entspricht. Im Sommer 2021 gerieten die Kryptomärkte unter Druck und das stetige Wachstum, das bereits im Jahr 2020 gestartet war, brach weg. Auch die mediale Berichterstattung sank ab diesem Zeitpunkt deutlich. Zwar erholte sich der Kurs kurzfristig im Winter 2021, jedoch ohne das Interesse der breiten Öffentlichkeit auf sich zu ziehen. Dies sollte sich auch im niedrigeren Handelsvolumen widerspiegeln haben.

### Ergebnisentwicklung

Die deutliche Umsatzsteigerung hat zu einer überproportionalen Ergebnisverbesserung geführt. Das EBITDA stieg um 87,3 % auf 19,75 Mio. € (VJ: 10,55 Mio. €) an, was einer Margensteigerung von 70,1 % (2020) auf 77,8 % (2021) entspricht.

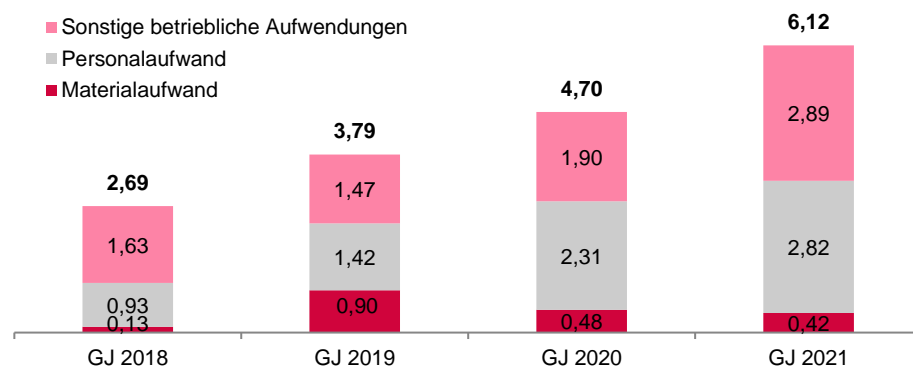
#### EBITDA (in Mio. €) und EBITDA-Marge (in %)



Quelle: Bitcoin Group SE; GBC AG

Die Gesamtkosten stiegen dabei unterproportional um 30,2 % auf 6,12 Mio. € (VJ: 4,70 Mio. €) an, was vornehmlich auf die gestiegenen sonstigen betrieblichen Aufwendungen und den höheren Personalaufwand zurückzuführen ist.

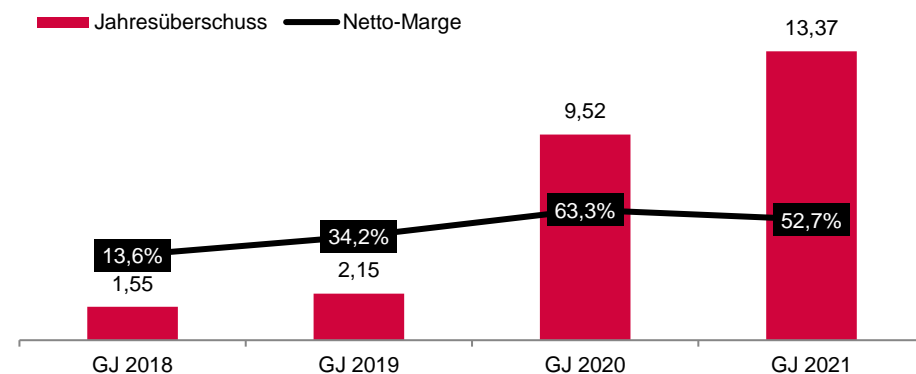
#### Entwicklung der operativen Kosten (in Mio. €)



Quelle: Bitcoin Group SE; GBC AG

Der Anstieg der sonstigen betrieblichen Aufwendungen um 51,5 % auf 2,89 Mio. € (VJ: 1,90 Mio. €) ist vornehmlich auf Affiliate-Werbung zurückzuführen. Hierbei handelt es sich also größtenteils um eine variable Kostenposition, die sich gleichsam auf den Umsatz auswirken sollte. Aufgrund des sehr erfolgreichen Geschäftsjahres und der gestiegenen Mitarbeiteranzahl von 27 auf 28 erhöhte sich der Personalaufwand um 21,8 % auf 2,82 Mio. € (VJ: 2,41 Mio. €). Abgesehen von den variablen Kosten des Affiliate-Marketings sind die Kosten somit insgesamt vergleichsweise stabil geblieben.

**Jahresüberschuss (in Mio. €) und Netto-Marge (in %)**



Quelle: Bitcoin Group SE; GBC AG

Der Jahresüberschuss stieg um 40,5% auf 13,37 Mio. € (VJ: 9,52 Mio. €) an, was zu einem Margenrückgang von 63,3 % auf 52,7 % geführt hat. Der Grund für den Rückgang war ein positiver Einmaleffekt aus dem Vorjahr, welches von einer Wertaufholung der Kryptobestände in Höhe von 3,12 Mio. € profitiert hatte. Daher spiegelte sich der überproportionale Anstieg des EBITDAs nicht im Jahresüberschuss wider.

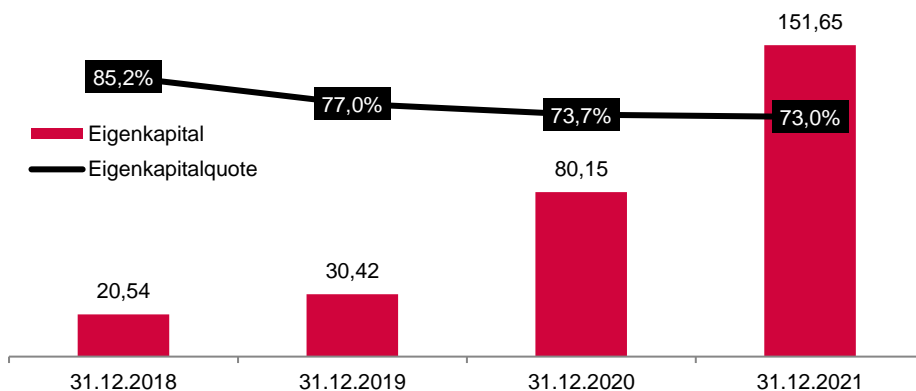
## Bilanzielle und finanzielle Situation zum 31.12.2021

in Mio. €	31.12.2018	31.12.2020	31.12.2021
Eigenkapital	20,54	80,15	151,65
EK-Quote (in %)	85,2%	73,7%	73,0%
Operatives Anlagevermögen	0,10	1,57	1,50
Krypto-Eigenbestand	27,51	90,31	181,08
Latente Steuerschulden	6,40	23,66	48,65
Netto-Krypto-Eigenbestand	21,11	66,65	132,43
Working Capital	0,34	-4,12	-6,69
Net Cash	2,25	12,02	20,57

Quelle: Bitcoin Group SE; GBC AG

Das Unternehmen ist weiterhin bilanziell exzellent aufgestellt. Das Eigenkapital stieg um 89,2% auf 151,65 Mio. € (VJ: 80,15 Mio. €), aufgrund der ausgeweiteten Bilanzsumme lag die dazu korrespondierende Eigenkapitalquote mit 73,0 % auf Vorjahresniveau (31.12.2020: 73,7 %). Der absolute deutliche Anstieg des Eigenkapitals ist zum einen auf den positiven Jahresüberschuss sowie zum anderen auf einen höheren Wert der Krypto-bestände zurückzuführen.

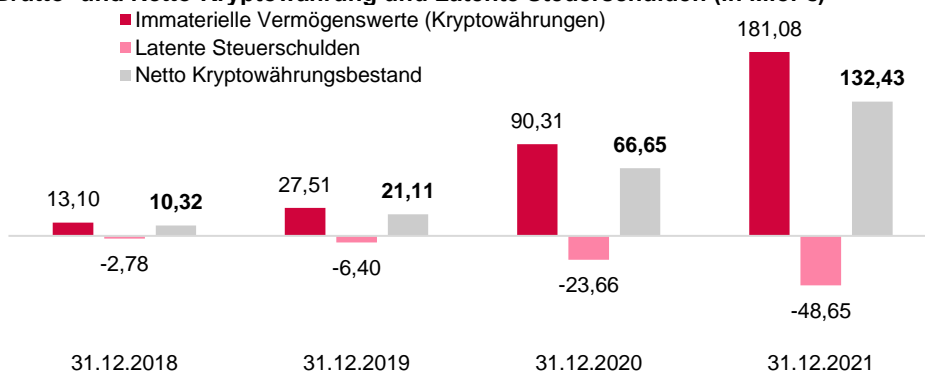
### Eigenkapital (in Mio. €) und EK-Quote (in %)



Quelle: Bitcoin Group SE; GBC AG

Zum 31.12.2021 stieg der Krypto-Eigenbestand um 100,5 % auf 181,08 Mio. € (31.12.2020: 90,31 Mio. €), wovon 153,21 Mio. € / 84,6 % auf Bitcoin und 20,69 Mio. € / 11,4 % auf Ethereum entfielen. Bei einer Liquidierung des Krypto-Eigenbestands würden Steuern anfallen, welche in den latenten Steuerschulden abgebildet sind.

### Brutto- und Netto-Kryptowährung und Latente Steuerschulden (in Mio. €)



Quelle: Bitcoin Group SE; GBC AG

Abzüglich der latenten Steuerschulden von 48,65 Mio. € liegt der Netto-Kryptobestand bei 132,43 Mio. €. Darüber hinaus stiegen die liquiden Mittel um 68,8 % auf 20,28 Mio. €

(31.12.2020: 12,01 Mio. €) an. Bei unwesentlichen Kredit-Verbindlichkeiten liegt das Net Cash bei 20,57 Mio. €. Zuzüglich des Netto-Kryptobestands liegt das Net Cash bei 153,00 Mio. €. Die Kryptomärkte haben sich seit dem 31.12.2021 etwa halbiert (Stand 10.08.2022). Auch bei einer Halbierung des Netto-Kryptobestands (rund 65 Mio. €) sollte das Netto-Finanzvermögen sich auf rund 85 Mio. € belaufen, was bei einer Marktkapitalisierung von 125 Mio. € (09.08.2022) einem Enterprise Value von 40 Mio. € entspricht. Somit wird die Aktie allein aufgrund der Bilanz unseres Erachtens aktuell sehr günstig gehandelt.

Die hohen liquiden Mittel plant der Vorstand zum Teil auszuschütten. Daher wurde auf der Hauptversammlung am 01.07.2022 beschlossen, eine erstmalige Dividende in Höhe von 0,10 € je Aktie bzw. in Summe 0,5 Mio. € auszuschütten.



## SWOT-Analyse

Stärken	Schwächen
<ul style="list-style-type: none"> <li>• Hochprofitables und skalierbares Geschäftsmodell</li> <li>• Umfangreicher Cash- und Kryptobestand</li> <li>• Vergleichsweise unabhängiges Geschäftsmodell von der Krypto-Kurs-Entwicklung</li> <li>• Stetiges Kundenwachstum</li> <li>• Eigene Banklizenz</li> <li>• Wettbewerbsvorteil durch die deutsche Regulierung und Lizenzierung</li> <li>• Stabile und schlanke Kostenstruktur</li> <li>• Umsatzsteigerungen können in steigenden und fallenden Märkten erzielt werden</li> <li>• Hohe Sicherheit, da sich nur 2% der Kryptobestände in einer Hot-Wallet befinden.</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Wert des Kryptobestands abhängig von der volatilen Krypto-Kurs-Entwicklung</li> <li>• Investment Banking spielt noch eine untergeordnete Rolle</li> <li>• Umsatz abhängig vom Newsflow rund um Kryptowährungen</li> <li>• Die Wahrnehmung der Aktie ist noch zu sehr an Bitcoin und den Bitcoin-Kurs gekoppelt</li> </ul>
Chancen	Risiken
<ul style="list-style-type: none"> <li>• Kryptoboom und starker Newsflow halten weiter an</li> <li>• Stärkere Regulierung könnte einen Kundenzufluss zur bereits regulierten bitcoin.de verursachen</li> <li>• Verbreiterung des Geschäftsmodells durch M&amp;A-Aktivitäten</li> <li>• Regionale Expansion könnte das Wachstum beschleunigen</li> <li>• Bitcoin.de könnte sich zum Dividentitel entwickeln.</li> <li>• Möglichweise wird ein Aktienrückkaufprogramm gestartet</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Kryptowährungen könnten verboten werden</li> <li>• Interesse von Kryptowährungen geht zurück und wird von der Presse kaum beleuchtet</li> <li>• Kompletter Wertverlust der Kryptowährung durch einen Vertrauensverlust, z.B. durch einen erfolgreichen Hackerangriff</li> <li>• Ein möglicher Hackerangriff auf bitcoin.de könnte zu einem Vertrauensverlust führen</li> </ul>

## PROGNOSE UND BEWERTUNG

GuV (in Mio. €)	GJ 2021	GJ 2022e	GJ 2023e
Umsatzerlöse	25,39	14,57	18,94
EBITDA	19,75	-0,75	13,17
EBITDA-Marge	77,8%	-5,2%	69,5%
EBIT	19,74	-0,89	13,03
EBIT-Marge	77,8%	-6,1%	68,8%
Jahresüberschuss	13,37	-0,63	8,81
EPS in €	2,67	-0,13	1,76

Quelle: GBC AG

Die Bitcoin Group SE hat die Anregungen der Aktionäre auf der letzten Hauptversammlung aufgegriffen und hat auf der Hauptversammlung am 01.07.2022 eine Dividende in Höhe von 0,50 € je Aktie sowie ein Aktien-Rückkauf-Programm beschlossen. Dies sollte unseres Erachtens deutlich positive Kurs-Impulse mit sich bringen. Das Aktien-Rückkauf-Programm war bereits von uns im Research vom 02.11.2021 prognostiziert worden. Gemäß dem Management ist eine nachhaltige Dividendenausschüttung geplant.

### Umsatzprognose

Gemäß Guidance des Unternehmens wird ein leicht rückläufiger Umsatz und ein EBITDA im oberen einstelligen Millionenbereich erwartet. Der Markt birgt aktuell noch sehr viel Unsicherheit mit der aktuellen Ukraine-Krise und steigenden Zinsen.

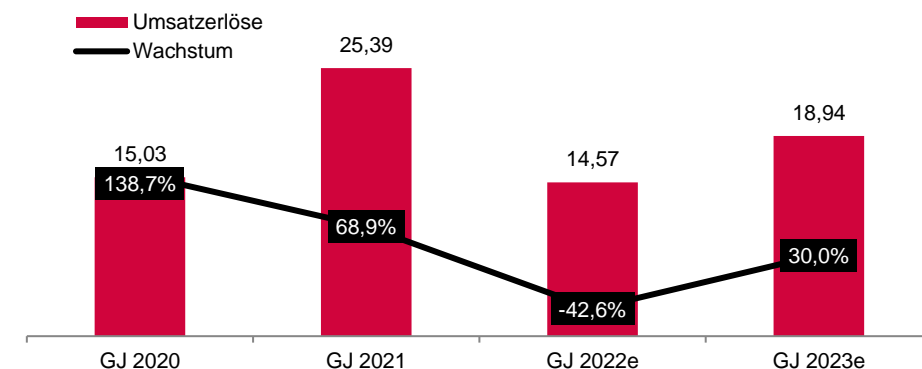
Aktuell teilen wir die Einschätzung des Managements eines aktuell schwierigen Marktumfeldes. Es war bereits ein schwieriger Start ins Jahr 2022 für Bitcoin, dennoch liegt der Konsens vieler Bitcoin-Prognosen bei mittelfristig 100.000 USD, allerdings unterscheiden sich die Zeitpunkte für diese Marke. Es bestehen allgemein Sorgen über eine steigende Inflation, geopolitische Spannungen, insbesondere der Ukraine-Konflikt und die Möglichkeit einer strafferen Geldpolitik der US-Notenbank. Der Kryptomarkt hat sich in den letzten Monaten zunehmend an der Entwicklung des Aktienmarktes orientiert, wodurch er noch stärker mit globalen Wirtschaftsfaktoren verwoben ist.

Der Bitcoin lag in den letzten vier Monaten nur für kurze Zeit über 45.000 USD und ist seit dem 25. Dezember 2021 nicht mehr über 50.000 USD gestiegen. Aber selbst mit dem jüngsten Preisrückgang ist Bitcoin immer noch mehr als doppelt so wertvoll wie noch vor ein paar Jahren. Für Bitcoin ist diese Art von Auf- und Abschwüngen nichts Neues.

JPMorgan prognostiziert ein langfristiges Hoch von 146.000 USD und Bloomberg sagt voraus, dass der Preis 400.000 USD erreichen könnte, wenn die Währung mit ähnlichen Raten wie in der Vergangenheit steigt. Normale wirtschaftliche Faktoren beeinflussen den Preis von Kryptowährungen genauso wie jede andere Währung oder Investition - Angebot und Nachfrage, öffentliche Stimmung, der Nachrichtenzyklus, Marktereignisse, Knappheit und mehr.

Nach Angaben der Firma CoinShares, die sich auf die Verwaltung digitaler Vermögenswerte spezialisiert hat, steigt die Verbreitung von Bitcoin jährlich um 113 %. (Im Vergleich wurde für das Internet einer langsamere Rate von 63 % ermittelt). Wenn sich die Menschen mit Bitcoin in einem vergleichbaren Tempo wie in den Anfängen des Internets (oder schneller) anfreunden, wird es dem Bericht zufolge bis 2024 eine Milliarde und bis 2030 vier Milliarden Nutzer geben.

### Umsatzprognose (in Mio. €) und Umsatzwachstum (in %)



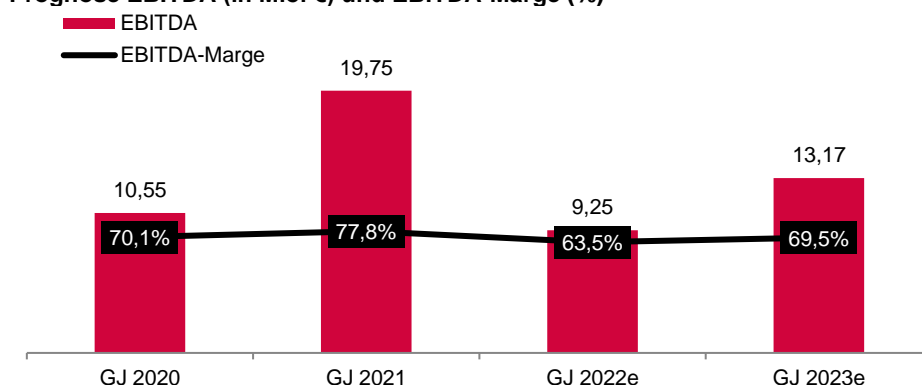
Quelle: GBC AG

Im Zuge der aktuell unter Druck geratenen Krypto- und Finanzmärkte erwarten wir ein etwas geringeres Handelsvolumen auf Bitcoin.de und prognostizieren Umsatzerlöse in Höhe von 14,57 Mio. € im Jahr 2022 und 18,94 Mio. € im Jahr 2023. Der deutliche Anstieg im Jahr 2023 basiert auf der Annahme, dass viele der aktuellen Krisen, wie z.B. der Ukraine-Konflikt und die Corona-Pandemie, entweder überwunden oder die Unsicherheit vollständig eingepreist wurde. Zudem steht am 01.04.2024 die nächste Bitcoin-Halbierung an. Das bedeutet effektiv, dass sich die Inflationsrate von Bitcoin halbiert. Neue Bitcoins werden vom Bitcoin-Netzwerk alle 10 Minuten ausgegeben. In den ersten vier Jahren nach dem Bestehen von Bitcoin betrug die Anzahl der alle 10 Minuten neu ausgegebenen Bitcoins 50. Alle vier Jahre wird diese Zahl halbiert. In normalen Märkten führt ein geringeres Angebot bei gleichbleibender Nachfrage in der Regel zu höheren Preisen. Da die Halbierung das Angebot an neuen Bitcoins reduziert und die Nachfrage in der Regel konstant bleibt, geht die Halbierung in der Regel einigen der größten Bitcoin-Runs voraus. Daher erwarten wir auch eine mittelfristige Umsatzsteigerung und heben im DCF-Modell die mittelfristige Wachstumsrate von 10 % auf 15 % an.

### Ergebnisprognose

Mit dem geringen Umsatzniveau prognostizieren wir einen EBITDA-Rückgang auf 9,25 Mio. € im Jahr 2022 und eine entsprechende Steigerung auf 13,17 Mio. € im Jahr 2023.

### Prognose EBITDA (in Mio. €) und EBITDA-Marge (%)

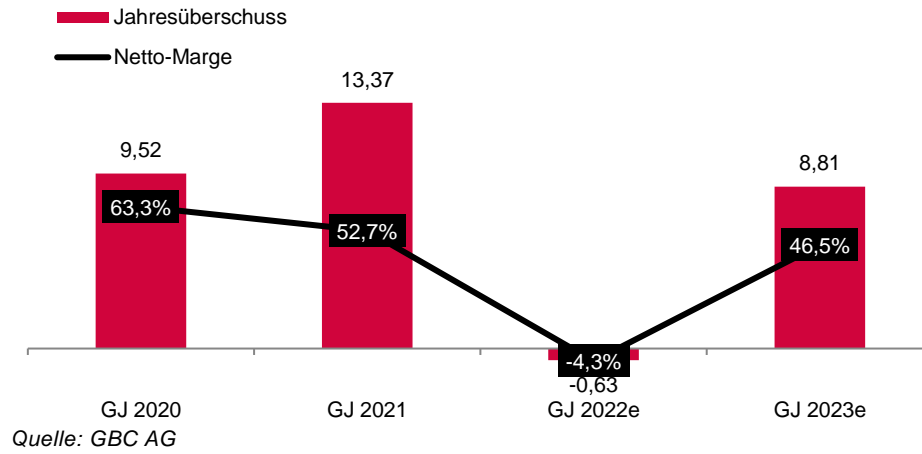


Quelle: GBC AG

Aufgrund der deutlichen Kursrückgänge der Kryptowährungen sollte es auch zu signifikanten Abschreibungen der Kryptobestände in der Bitcoin Group AG kommen. Wir erwarten für das laufende Geschäftsjahr 2022 Abschreibungen in Höhe von 10 Mio. € auf die Kryptobestände. Durch diese Abschreibungen prognostizieren wir für das laufende

Geschäftsjahr 2022 ein negatives Netto-Ergebnis in Höhe von -0,63 Mio. €, gefolgt von 8,81 Mio. € im Jahr 2023.

**Prognose Jahresüberschuss (in Mio. €) und Netto-Marge (%)**



## **Bewertung**

### ***Modellannahmen***

Die Bitcoin Group SE wurde von uns mittels eines dreistufigen DCF-Modells bewertet. Angefangen mit den konkreten Schätzungen für die Jahre 2022 - 2023 in Phase 1 erfolgt von 2024 bis 2029 in der zweiten Phase die Prognose über den Ansatz von Werttreibern. Dabei erwarten wir Steigerungen beim Umsatz von 15,0 % (bisher 10,0 %). Als Ziel EBITDA-Marge haben wir 75,6 % (bisher: 80,2 %) angenommen. Die Steuerquote haben wir mit 30,0 % in Phase 2 berücksichtigt. In der dritten Phase wird zudem nach Ende des Prognosehorizonts ein Restwert mittels der ewigen Rente bestimmt. Im Endwert unterstellen wir eine Wachstumsrate von 2,0 %.

### ***Bestimmung der Kapitalkosten***

Die gewogenen Kapitalkosten (WACC) der Bitcoin Group SE werden aus den Eigenkapitalkosten und den Fremdkapitalkosten kalkuliert. Für die Ermittlung der Eigenkapitalkosten sind die faire Marktprämie, das gesellschaftsspezifische Beta sowie der risikolose Zinssatz zu ermitteln.

Der risikolose Zinssatz wird gemäß den Empfehlungen des Fachausschusses für Unternehmensbewertungen und Betriebswirtschaft (FAUB) des IDW aus aktuellen Zinsstrukturkurven für risikolose Anleihen abgeleitet. Grundlage dafür bilden die von der Deutschen Bundesbank veröffentlichten Zerobond-Zinssätze nach der Svensson-Methode. Zur Glättung kurzfristiger Marktschwankungen werden die Durchschnittsrenditen der vorangegangenen drei Monate verwendet. Der von uns verwendete risikolose Zinssatz liegt bei 0,60 % (bisher: 0,25 %)

Als angemessene Erwartung einer Marktprämie setzen wir die historische Marktprämie von 5,50 % an. Diese wird von historischen Analysen der Aktienmarktrenditen gestützt. Die Marktprämie gibt wieder, um wie viel Prozent der Aktienmarkt erwartungsgemäß besser rentiert als die risikoarmen Staatsanleihen.

Gemäß der GBC-Schätzmethode bestimmt sich aktuell ein Beta von 1,39.

Unter Verwendung der getroffenen Prämissen kalkulieren sich Eigenkapitalkosten von 8,26 % (bisher: 7,9 %) (Beta multipliziert mit Risikoprämie plus risikoloser Zinssatz). Da wir eine nachhaltige Gewichtung der Eigenkapitalkosten von 100% unterstellen, ergeben sich gewogene Kapitalkosten (WACC) von 8,26 % (bisher: 7,9 %).

Zum 31.12.2021 lagen die Krypto-Eigenbestände bei 181,08 Mio. €. Abzüglich der latenten Steuerschulden von 48,65 Mio. € liegt der Netto-Kryptobestand bei 132,43 Mio. €. Seit dem 31.12.2021 sind viele Kryptowährungen um rund 50 % gefallen. Daher approximieren wir den Netto-Kryptobestand auf 65 Mio. €. Wir addieren den Netto-Kryptobestand zum Netto-Cash.

### ***Bewertungsergebnis***

Im Rahmen unseres DCF-Bewertungsmodells haben wir ein neues Kursziel in Höhe von 80,00 € (bisher: 120,00 €) ermittelt.

Hintergrund des reduzierten Kursziels ist zum einen die geringere Prognose für das laufende Geschäftsjahr 2022 und zum anderen der gestiegene risikolose Zinssatz.

## DCF-Modell

### Bitcoin Group SE - Discounted Cashflow (DCF) Betrachtung

Wertreiber des DCF - Modells nach der estimate Phase:

consistency - Phase		final - Phase	
Umsatzwachstum	15,0%	ewiges Umsatzwachstum	2,0%
EBITDA-Marge	72,7%	ewige EBITA - Marge	72,3%
AFA zu operativen Anlagevermögen	8,0%	effektive Steuerquote im Endwert	30,0%
Working Capital zu Umsatz	-40,0%		

#### dreistufiges DCF - Modell:

Phase in Mio. EUR	estimate		consistency						final Endwert
	GJ 22e	GJ 23e	GJ 24e	GJ 25e	GJ 26e	GJ 27e	GJ 28e	GJ 29e	
Umsatz (US)	14,57	18,94	21,78	25,05	28,81	33,13	38,10	43,81	2,0%
<i>US Veränderung</i>	-42,6%	30,0%	15,0%	15,0%	15,0%	15,0%	15,0%	15,0%	
<i>US zu operativen Anlagevermögen</i>	9,11	11,69	13,20	14,91	16,85	19,04	21,53	24,34	
EBITDA	9,25	13,17	15,83	18,20	20,93	24,07	27,68	31,83	
<i>EBITDA-Marge</i>	63,5%	69,5%	72,7%	72,7%	72,7%	72,7%	72,7%	72,7%	
EBITA	-0,89	13,03	15,70	18,07	20,80	23,93	27,54	31,69	
<i>EBITA-Marge</i>	-6,1%	68,8%	72,1%	72,1%	72,2%	72,2%	72,3%	72,3%	72,3%
Steuern auf EBITA	0,29	-4,19	-4,71	-5,42	-6,24	-7,18	-8,26	-9,51	
<i>zu EBITA</i>	32,2%	32,2%	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%
EBI (NOPLAT)	-0,61	8,84	10,99	12,65	14,56	16,75	19,28	22,18	
Kapitalrendite	11,7%	-163,7%	-325,1%	-179,1%	-174,5%	-170,7%	-167,5%	-164,7%	-143,9%
Working Capital (WC)	-7,00	-5,00	-8,71	-10,02	-11,52	-13,25	-15,24	-17,53	
<i>WC zu Umsatz</i>	-48,0%	-26,4%	-40,0%	-40,0%	-40,0%	-40,0%	-40,0%	-40,0%	
Investitionen in WC	0,31	-2,00	3,71	1,31	1,50	1,73	1,99	2,29	
Operatives Anlagevermögen (OAV)	1,60	1,62	1,65	1,68	1,71	1,74	1,77	1,80	
<i>AFA auf OAV</i>	-10,14	-0,14	-0,13	-0,13	-0,13	-0,14	-0,14	-0,14	
<i>AFA zu OAV</i>	633,8%	8,6%	8,0%	8,0%	8,0%	8,0%	8,0%	8,0%	
Investitionen in OAV	-10,24	-0,16	-0,16	-0,16	-0,16	-0,17	-0,17	-0,17	
Investiertes Kapital	-5,40	-3,38	-7,06	-8,34	-9,81	-11,51	-13,47	-15,73	
EBITDA	9,25	13,17	15,83	18,20	20,93	24,07	27,68	31,83	
Steuern auf EBITA	0,29	-4,19	-4,71	-5,42	-6,24	-7,18	-8,26	-9,51	
Investitionen gesamt	-9,92	-2,16	3,55	1,15	1,34	1,56	1,82	2,11	
<i>Investitionen in OAV</i>	-10,24	-0,16	-0,16	-0,16	-0,16	-0,17	-0,17	-0,17	
<i>Investitionen in WC</i>	0,31	-2,00	3,71	1,31	1,50	1,73	1,99	2,29	
<i>Investitionen in Goodwill</i>	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	
Freie Cashflows	-0,39	6,82	14,67	13,93	16,03	18,45	21,24	24,44	366,46

Wert operatives Geschäft (Stichtag)	291,33	308,58
<i>Barwert expliziter FCFs</i>	81,08	80,96
<i>Barwert des Continuing Value</i>	210,25	227,62
Nettoschulden (Net debt)	-85,14	-91,42
Wert des Eigenkapitals	376,47	400,00
Fremde Gewinnanteile	0,00	0,00
Wert des Aktienkapitals	376,47	400,00
Ausstehende Aktien in Mio.	5,00	5,00
Fairer Wert der Aktie in EUR	75,29	<b>80,00</b>

#### Kapitalkostenermittlung:

<i>risikolose Rendite</i>	0,6%
<i>Marktrisikoprämie</i>	5,5%
<i>Beta</i>	1,39
Eigenkapitalkosten	8,3%
<i>Zielgewichtung</i>	100,0%
Fremdkapitalkosten	6,5%
<i>Zielgewichtung</i>	0,0%
Taxshield	25,0%
WACC	<b>8,3%</b>

Kapitalrendite	WACC				
	7,7%	8,0%	8,3%	8,6%	8,9%
-144,4%	86,71	83,26	80,16	77,35	74,80
-144,1%	86,62	83,18	80,08	77,28	74,73
-143,9%	86,53	83,09	<b>80,00</b>	77,20	74,66
-143,6%	86,44	83,01	79,92	77,13	74,59
-143,4%	86,35	82,93	79,84	77,06	74,53

## ANHANG

### I.

#### Research unter MiFID II

1. Es besteht ein Vertrag zwischen dem Researchunternehmen GBC AG und der Emittentin hinsichtlich der unabhängigen Erstellung und Veröffentlichung dieses Research Reports über die Emittentin. Die GBC AG wird hierfür durch die Emittentin vergütet.
2. Der Research Report wird allen daran interessierten Wertpapierdienstleistungsunternehmen zeitgleich bereitgestellt.

### II.

#### §1 Disclaimer/ Haftungsausschluss

Dieses Dokument dient ausschließlich zu Informationszwecken. Alle Daten und Informationen aus dieser Studie stammen aus Quellen, welche GBC für zuverlässig hält. Darüber hinaus haben die Verfasser die größtmögliche Sorgfalt verwandt, sicherzustellen, dass die verwendeten Fakten und dargestellten Meinungen angemessen und zutreffend sind. Trotz allem kann keine Gewähr oder Haftung für deren Richtigkeit übernommen werden – und zwar weder ausdrücklich noch stillschweigend. Darüber hinaus können alle Informationen unvollständig oder zusammengefasst sein. Weder GBC noch die einzelnen Verfasser übernehmen eine Haftung für Schäden, welche aufgrund der Nutzung dieses Dokuments oder seines Inhalts oder auf andere Weise in diesem Zusammenhang entstehen.

Weiter weisen wir darauf hin, dass dieses Dokument weder eine Einladung zur Zeichnung noch zum Kauf irgendeines Wertpapiers darstellt und nicht in diesem Sinne auszulegen ist. Auch darf es oder ein Teil davon nicht als Grundlage für einen verbindlichen Vertrag, welcher Art auch immer, dienen oder in diesem Zusammenhang als verlässliche Quelle herangezogen werden. Eine Entscheidung im Zusammenhang mit einem voraussichtlichen Verkaufsangebot für Wertpapiere des oder der in dieser Publikation besprochenen Unternehmen sollte ausschließlich auf der Grundlage von Informationen in Prospekten oder Angebotsschreiben getroffen werden, die in Zusammenhang mit einem solchen Angebot herausgegeben werden.

GBC übernimmt keine Garantie dafür, dass die angedeutete Rendite oder die genannten Kursziele erreicht werden. Veränderungen in den relevanten Annahmen, auf denen dieses Dokument beruht, können einen materiellen Einfluss auf die angestrebten Renditen haben. Das Einkommen aus Investitionen unterliegt Schwankungen. Anlageentscheidungen bedürfen stets der Beratung durch einen Anlageberater. Somit kann das vorliegende Dokument keine Beratungsfunktion übernehmen.

#### **Vertrieb außerhalb der Bundesrepublik Deutschland:**

Diese Publikation darf, sofern sie im UK vertrieben wird, nur solchen Personen zugänglich gemacht werden, die im Sinne des Financial Services Act 1986 als ermächtigt oder befreit gelten, oder Personen gemäß Definition § 9 (3) des Financial Services Act 1986 (Investment Advertisement) (Exemptions) Erlass 1988 (in geänderter Fassung), und darf an andere Personen oder Personengruppen weder direkt noch indirekt übermittelt werden.

Weder dieses Dokument noch eine Kopie davon darf in die Vereinigten Staaten von Amerika oder in deren Territorien oder Besitzungen gebracht, übertragen oder verteilt werden. Die Verteilung dieses Dokuments in Kanada, Japan oder anderen Gerichtsbarkeiten kann durch Gesetz beschränkt sein und Personen, in deren Besitz diese Publikation gelangt, sollten sich über etwaige Beschränkungen informieren und diese einhalten. Jedes Versäumnis, diese Beschränkung zu beachten, kann eine Verletzung der US-amerikanischen, kanadischen oder japanischen Wertpapiergesetze oder der Gesetze einer anderen Gerichtsbarkeit darstellen.

Durch die Annahme dieses Dokuments akzeptieren Sie jeglichen Haftungsausschluss und die vorgenannten Beschränkungen.

Die Hinweise zum Disclaimer/ Haftungsausschluss finden Sie zudem unter:

<http://www.gbc-ag.de/de/Disclaimer>

#### **Rechtshinweise und Veröffentlichungen gemäß § 85 WpHG und FinAnV**

Die Hinweise finden Sie zudem im Internet unter folgender Adresse:

<http://www.gbc-ag.de/de/Offenlegung>

#### **§ 2 (I) Aktualisierung:**

Eine konkrete Aktualisierung der vorliegenden Analyse(n) zu einem festen Zeitpunkt ist aktuell terminlich noch nicht festgelegt. GBC AG behält sich vor, eine Aktualisierung der Analyse unangekündigt vorzunehmen.

#### **§ 2 (II) Empfehlung/ Einstufungen/ Rating:**

Die GBC AG verwendet seit 1.7.2006 ein 3-stufiges absolutes Aktien-Ratingsystem. Seit dem 1.7.2007 beziehen sich die Ratings dabei auf einen Zeithorizont von mindestens 6 bis zu maximal 18 Monaten. Zuvor bezogen sich die Ratings auf einen Zeithorizont von bis zu 12 Monaten. Bei Veröffentlichung der Analyse werden die Anlageempfehlungen gemäß der unten beschriebenen Einstufungen unter Bezug auf die erwartete Rendite festgestellt. Vorübergehende Kursabweichungen außerhalb dieser Bereiche führen nicht automatisch zu einer Änderung der Einstufung, geben allerdings Anlass zur Überarbeitung der originären Empfehlung.

Die jeweiligen Empfehlungen/ Einstufungen/ Ratings sind mit folgenden Erwartungen verbunden:

KAUFEN	Die erwartete Rendite, ausgehend vom ermittelten Kursziel, inkl. Dividendenzahlung innerhalb des entsprechenden Zeithorizonts beträgt $\geq + 10 \%$ .
HALTEN	Die erwartete Rendite, ausgehend vom ermittelten Kursziel, inkl. Dividendenzahlung innerhalb des entsprechenden Zeithorizonts beträgt dabei $> - 10 \%$ und $< + 10 \%$ .
VERKAUFEN	Die erwartete Rendite, ausgehend vom ermittelten Kursziel, inkl. Dividendenzahlung innerhalb des entsprechenden Zeithorizonts beträgt $\leq - 10 \%$ .

Kursziele der GBC AG werden anhand des fairen Wertes je Aktie, welcher auf Grundlage allgemein anerkannter und weit verbreiteter Methoden der fundamentalen Analyse, wie etwa dem DCF-Verfahren, dem Peer-Group-Vergleich und/ oder dem Sum-of-the-Parts Verfahren, ermittelt wird, festgestellt. Dies erfolgt unter Einbezug fundamentaler Faktoren wie z.B. Aktiensplits, Kapitalherabsetzungen, Kapitalerhöhungen M&A-Aktivitäten, Aktienrückkäufe, etc.

**§ 2 (III) Historische Empfehlungen:**

Die historischen Empfehlungen von GBC zu der/den vorliegenden Analyse(n) sind im Internet unter folgender Adresse einsehbar:

<http://www.gbc-ag.de/de/Offenlegung>

**§ 2 (IV) Informationsbasis:**

Für die Erstellung der vorliegenden Analyse(n) wurden öffentlich zugängliche Informationen über den/die Emittenten, (soweit vorhanden, die drei zuletzt veröffentlichten Geschäfts- und Quartalsberichte, Ad-hoc-Mitteilungen, Pressemitteilungen, Wertpapierprospekt, Unternehmenspräsentationen etc.) verwendet, die GBC als zuverlässig einschätzt. Des Weiteren wurden zur Erstellung der vorliegenden Analyse(n) Gespräche mit dem Management des/der betreffenden Unternehmen geführt, um sich die Sachverhalte zur Geschäftsentwicklung näher erläutern zu lassen.

**§ 2 (V) 1. Interessenskonflikte nach § 85 WpHG und Art. 20 MAR:**

Die GBC AG sowie der verantwortliche Analyst erklären hiermit, dass folgende möglichen Interessenskonflikte, für das/ die in der Analyse genannte(n) Unternehmen zum Zeitpunkt der Veröffentlichung bestehen und kommen somit den Verpflichtungen des § 85 WpHG und Art. 20 MAR nach. Eine exakte Erläuterung der möglichen Interessenskonflikte ist im Weiteren im Katalog möglicher Interessenskonflikte unter § 2 (V) 2. aufgeführt.

**Bezüglich der in der Analyse besprochenen Wertpapiere oder Finanzinstrumente besteht folgender möglicher Interessenskonflikt: (5a,7,11)**

**§ 2 (V) 2. Katalog möglicher Interessenskonflikte:**

- (1) GBC AG oder eine mit ihr verbundene juristische Person hält zum Zeitpunkt der Veröffentlichung Anteile oder sonstige Finanzinstrumente an diesem analysierten Unternehmen oder analysierten Finanzinstrument oder Finanzprodukt.
- (2) Dieses Unternehmen hält mehr als 3% der Anteile an der GBC AG oder einer mit ihr verbundenen juristischen Person.
- (3) GBC AG oder eine mit ihr verbundene juristische Person ist Market Maker oder Designated Sponsor in den Finanzinstrumenten dieses Unternehmens.
- (4) GBC AG oder eine mit ihr verbundene juristische Person war in den vorangegangenen 12 Monaten bei der öffentlichen Emission von Finanzinstrumenten dieses Unternehmens betreffend, federführend oder mitführend beteiligt.
- (5) a) GBC AG oder eine mit ihr verbundene juristische Person hat in den vorangegangenen 12 Monaten eine Vereinbarung über die Erstellung von Researchberichten gegen Entgelt mit diesem Unternehmen oder Emittenten des analysierten Finanzinstruments getroffen. Im Rahmen dieser Vereinbarung wurde dem Emittent der Entwurf der Finanzanalyse (ohne Bewertungsteil) vor Veröffentlichung zugänglich gemacht.
- (5) b) Es erfolgte eine Änderung des Entwurfs der Finanzanalyse auf Basis berechtigter Hinweise des Unternehmens bzw. Emittenten
- (6) a) GBC AG oder eine mit ihr verbundene juristische Person hat in den vorangegangenen 12 Monaten eine Vereinbarung über die Erstellung von Researchberichten gegen Entgelt mit einem Dritten über dieses Unternehmen oder Finanzinstrument getroffen. Im Rahmen dieser Vereinbarung wurde dem Dritten und/oder Unternehmen und/oder Emittenten des Finanzinstruments der Entwurf der Analyse (ohne Bewertungsteil) vor Veröffentlichung zugänglich gemacht.
- (6) b) Es erfolgte eine Änderung des Entwurfs der Finanzanalyse auf Basis berechtigter Hinweise des Dritten und/oder Emittent
- (7) Der zuständige Analyst, der Chefanalyst, der stellvertretende Chefanalyst und oder eine sonstige an der Studiererstellung beteiligte Person hält zum Zeitpunkt der Veröffentlichung Anteile oder sonstige Finanzinstrumente an diesem Unternehmen.
- (8) Der zuständige Analyst dieses Unternehmens ist Mitglied des dortigen Vorstands oder des Aufsichtsrats.
- (9) Der zuständige Analyst hat vor dem Zeitpunkt der Veröffentlichung Anteile an dem von ihm analysierten Unternehmen vor der öffentlichen Emission erhalten bzw. erworben.



(10) GBC AG oder eine mit ihr verbundene juristische Person hat in den vorangegangenen 12 Monaten eine Vereinbarung über die Erbringung von Beratungsleistungen mit dem analysierten Unternehmen geschlossen.

(11) GBC AG oder eine mit ihr verbundene juristische Person hat bedeutende finanzielle Interessen an dem analysierten Unternehmen, wie z.B. die Gewinnung und/oder Ausübung von Mandaten beim analysierten Unternehmen bzw. die Gewinnung und/oder Erbringung von Dienstleistungen für das analysierte Unternehmen (z.B. Präsentation auf Konferenzen, Roundtables, Roadshows etc.)

(12) Das analysierte Unternehmen befindet sich zum Zeitpunkt der Finanzanalyse in einem, von der GBC AG oder mit ihr verbundenen juristischen Person, betreuten oder beratenen Finanzinstrument oder Finanzprodukt (wie z.B. Zertifikat, Fonds etc.)

### **§ 2 (V) 3. Compliance:**

GBC hat intern regulative Vorkehrungen getroffen, um möglichen Interessenskonflikten vorzubeugen bzw. diese, sofern vorhanden, offenzulegen. Verantwortlich für die Einhaltung der Regularien ist dabei der derzeitige Compliance Officer, Karin Jägg, E-Mail: jaegg@gbc-ag.de

### **§ 2 (VI) Verantwortlich für die Erstellung:**

Verantwortliches Unternehmen für die Erstellung der vorliegenden Analyse(n) ist die GBC AG mit Sitz in Augsburg, welche als Researchinstitut bei der zuständigen Aufsichtsbehörde (Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin), Marie-Curie-Str. 24-28, 60439 Frankfurt) gemeldet ist.

Die GBC AG wird derzeit vertreten durch Ihre Vorstände Manuel Hölzle (Vorsitz) und Jörg Grunwald.

Die für diese Analyse verantwortlichen Analysten sind:

**Matthias Greiffenberger, M.Sc., M.A., Finanzanalyst**

**Felix Haugg, B.A., Finanzanalyst**

Sonstige an dieser Studie beteiligte Person:

**Manuel Hölzle, Dipl. Kaufmann, Chef-Analyst**

### **§ 3 Urheberrechte**

Dieses Dokument ist urheberrechtlich geschützt. Es wird Ihnen ausschließlich zu Ihrer Information zur Verfügung gestellt und darf nicht reproduziert oder an irgendeine andere Person verteilt werden. Eine Verwendung dieses Dokuments außerhalb den Grenzen des Urhebergesetzes erfordert grundsätzlich die Zustimmung der GBC bzw. des entsprechenden Unternehmens, sofern es zu einer Übertragung von Nutzungs- und Veröffentlichungsrechten gekommen ist.

GBC AG  
Halderstraße 27  
D 86150 Augsburg  
Tel.: 0821/24 11 33-0  
Fax.: 0821/24 11 33-30  
Internet: <http://www.gbc-ag.de>

E-Mail: [compliance@gbc-ag.de](mailto:compliance@gbc-ag.de)



**GBC AG®**  
**- RESEARCH & INVESTMENT ANALYSEN -**

GBC AG  
Halderstraße 27  
86150 Augsburg  
Internet: <http://www.gbc-ag.de>  
Fax: ++49 (0)821/241133-30  
Tel.: ++49 (0)821/241133-0  
Email: [office@gbc-ag.de](mailto:office@gbc-ag.de)