



## **Researchstudie (Anno)**

### **Bitcoin Group SE**



## **Stärkung in der Krise, Sicherheitsstandards und Vertrauen als Erfolgsfaktoren**

### **Wettbewerbsumfeld lichtet sich, Chancen für weiteres Wachstum**

**Kursziel: 58,00 €  
(bisher: 50,00 €)**

**Rating: KAUFEN**

**WICHTIGER HINWEIS:**

Bitte beachten Sie den Disclaimer/Risikohinweis  
sowie die Offenlegung möglicher Interessenskonflikte nach § 85 WpHG und Art. 20 MAR ab Seite 23

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,11</sup>

**Rating: Kaufen**  
**Kursziel: 58,00 €**  
**(bisher: 50,00 €)**

aktueller Kurs: 21,00 €  
09.08.23 / XETRA / 11:36 Uhr  
Währung: EUR

### Stammdaten:

ISIN: DE000A1TNV91  
WKN: A1TNV9  
Börsenkürzel: ADE  
Aktienanzahl<sup>3</sup>: 5,00  
Marketcap<sup>3</sup>: 105,00  
EnterpriseValue<sup>3</sup>: 45,21  
<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

Cosmin Filker  
filker@gbc-ag.de

\* Katalog möglicher Interessenskonflikte auf Seite 24

### Unternehmensprofil

Branche: Software  
Fokus: Holding im Bereich Cryptocurrencies

Mitarbeiter: 35 Stand: 31.12.2022

Gründung: 2008

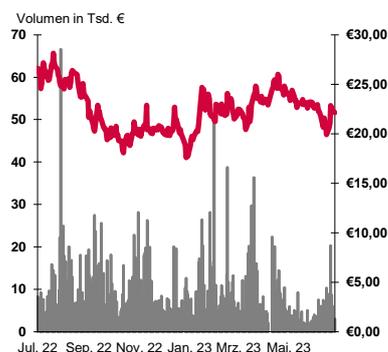
Firmensitz: Herford

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	31.12.2021	31.12.2022	31.12.2023e	31.12.2024e
Umsatz	25,39	8,34	7,03	13,57
EBITDA	19,75	1,37	-0,08	5,31
EBIT	19,74	-3,76	-0,22	5,18
Jahresüberschuss	13,37	-2,41	-0,20	3,37

Kennzahlen in EUR				
Gewinn je Aktie	2,67	-0,48	-0,04	0,67
Dividende je Aktie	0,00	0,10	0,10	0,10

Kennzahlen				
EV/Umsatz	1,78	5,42	6,43	3,33
EV/EBITDA	2,29	32,98	-560,63	8,51
EV/EBIT	2,29	-12,04	-204,90	8,73
KGV	7,85	-43,59	-527,08	31,12
KBV		1,43		

Finanztermine
11. August 2023: Hauptversammlung 23
September 2022: Halbjahresabschluss 23

**letzter Research von GBC:
Datum: Veröffentlichung / Kursziel in EUR / Rating
07.12.2022: RS / 50,00 / KAUFEN
11.08.2022: RS / 80,00 / KAUFEN
02.11.2021: RS / 120,00 / KAUFEN
31.03.2021: RS / 120,00 / KAUFEN
** oben aufgeführte Researchstudien können unter <a href="http://www.gbc-ag.de">www.gbc-ag.de</a> eingesehen, bzw. bei der GBC AG, Halderstr. 27, D86150 Augsburg angefordert werden

## EXECUTIVE SUMMARY

- Die Bitcoin Group verzeichnete im Jahr 2022 im Vergleich zum Vorjahr einen deutlichen Rückgang der Umsatzerlöse um etwa 67,1% auf 8,34 Mio. € (VJ: 25,39 Mio. €). Dieser Rückgang ist hauptsächlich auf das gesunkene Handelsvolumen auf bitcoin.de zurückzuführen. Mehrere Faktoren trugen zu diesem Rückgang bei, darunter die Zinserhöhungen der großen Notenbanken weltweit, wodurch kreditfinanzierte Krypto-Investitionen verteuert und traditionelle Anlageprodukte attraktiver wurden. Zudem beeinflussten der Ukraine-Krieg, gestiegene Inflation und der Zusammenbruch der Krypto-Börse FTX im November 2022 das Vertrauen der Anleger in Kryptowährungen und in Krypto-Handelsbörsen.
- Durch den deutlichen Rückgang der Umsatzerlöse verringerte sich das EBITDA der Bitcoin Group von 19,75 Mio. € (GJ 2021) auf 1,37 Mio. € (GJ 2022). Das negative Ergebnis führte zu einem Steuerertrag von 1,27 Mio. € und einem Nettoergebnis von -2,41 Mio. € (VJ: 13,37 Mio. €).
- Das Eigenkapital der Bitcoin Group verringerte sich zum 31.12.2022 auf 73,35 Mio. € (31.12.21: 151,65 Mio. €), hauptsächlich aufgrund der Kursentwicklung der abgewerteten langfristigen Kryptobestände. Trotzdem konnte die Eigenkapitalquote auf über 77,2% (31.12.2021: 73,0%) erhöht werden. Das Unternehmen verfügt über geringe zinstragende Verbindlichkeiten und ein beträchtliches Nettofinanzvermögen von 14,79 Mio. €. Die Kryptobestände reduzierten sich aufgrund von Kursverlusten auf 70,77 Mio. € (31.12.21: 181,08 Mio. €), während die Netto-Kryptobestände nach Abzug der latenten Steuerschulden 54,42 Mio. € (31.12.21: 132,43 Mio. €) betragen. Aufgrund des Anstiegs vieler Kryptowährungen (Juni 2023) um etwa 80 % gegenüber dem 31.12.2021 schätzen wir den aktuellen Kryptobestand auf rund 125 Mio. €. Unter Berücksichtigung der ebenfalls gestiegenen latenten Steuerschulden prognostizieren wir einen aktuellen Netto-Kryptobestand von rund 100 Mio. €. Wird der Netto-Kryptobestand den liquiden Mitteln hinzugerechnet, so hat das Unternehmen aktuell einen Enterprise-Value von etwa 45 Mio. €, was unseres Erachtens bereits eine deutliche Unterbewertung des Unternehmens darstellt.
- Das Management der Bitcoin Group erwartet für das Geschäftsjahr 2023 einen leichten Rückgang der Umsätze und ein leicht negatives EBITDA. Die genaue Prognose gestaltet sich aufgrund der aktuellen Situation (Ukraine-Krieg, regulatorische Unsicherheiten) schwierig. Dennoch sieht sich das Unternehmen gestärkt aus den herausfordernden Marktbedingungen des Jahres 2022 und strebt eine EU-weite einheitliche Regulierung an, um die Expansion voranzutreiben. Das Stock-to-Flow-Modell zeigt eine positive Korrelation zwischen der Knappheit von Bitcoin und seinem Preis. Basierend auf dem Modell wird erwartet, dass der BTC-Preis in naher Zukunft in eine Aufwärtsbewegung übergeht, insbesondere aufgrund des bevorstehenden Bitcoin-Halbierungsevents im Jahr 2024. Unsere Umsatzprognose für die Bitcoin Group liegt bei 7,03 Mio. € im Jahr 2023 und bei 13,57 Mio. € im Jahr 2024.
- Die Bitcoin Group hat die geplante Übernahme des Bankhaus von der Heydt abgesagt, da sie keinen Mehrwert für das Unternehmen und seine Aktionäre sieht. Die Übernahme hatte monatliche Kosten verursacht, die sich auf das Ergebnis des Geschäftsjahres 2023 auswirken werden. Gemäß unseren Prognosen erwarten wir für 2023 ein EBITDA in Höhe von -0,08 Mio. € und für 2024 in Höhe von 5,31 Mio. €. Das Nettoergebnis wird unseren Schätzungen zur Folge -0,20 Mio. € im Jahr 2023 und 3,37 Mio. € im Jahr 2024 betragen. Es besteht die Möglichkeit, dass das

Unternehmen einen Teil seiner Krypto-Eigenbestände verkauft, um die negative Ergebnisentwicklung zu nutzen und geringere Steuern auf die Veräußerung zu zahlen. Eine solche Maßnahme würde das Nettoergebnis verbessern, jedoch haben wir dies nicht in unserer Prognose berücksichtigt. Wir erwarten weiterhin, dass den Aktionären eine Dividende von 10 Cent vorgeschlagen wird.

- **Auf Basis unseres DCF-Modells haben wir unser Kursziel auf 58,00 € angehoben (bisher: 50,00 €). Die Anpassung der Prognose basiert auf gegenläufigen Effekten im Bewertungsmodell. Einerseits sind die risikolosen Zinssätze gestiegen, andererseits haben wir unsere Prognose leicht angepasst und seit der letzten Bewertung im Dezember 2022 sind die Kryptowährungen erneut deutlich angestiegen. Dies führte zu einem signifikanten Anstieg des Netto-Kryptobestandes. Aufgrund des Upside-Potenzials vergeben wir das Rating Kaufen.**

## INHALTSVERZEICHNIS

<b>Executive Summary</b> .....	<b>2</b>
<b>Unternehmen</b> .....	<b>5</b>
Aktionärsstruktur .....	5
Geschäftstätigkeit der Bitcoin Group SE .....	5
<b>ESG</b> .....	<b>6</b>
SDG-Referenz: Unternehmensspezifischer Beitrag zu den 17 UN- Nachhaltigkeitszielen (Auszug) .....	7
GBC Nachhaltigkeitsfazit: .....	7
<b>Markt und Marktumfeld</b> .....	<b>8</b>
Überblick über den Krypto-Markt .....	8
Bitcoin (BTC) .....	9
Ethereum (ETH) .....	10
Kryptomärkte im 1. Quartal 2023 .....	10
<b>Unternehmensentwicklung</b> .....	<b>12</b>
Kennzahlen im Überblick .....	12
Geschäftsentwicklung 2022 .....	13
Umsatzentwicklung .....	13
Ergebnisentwicklung .....	13
Bilanzielle und finanzielle Situation zum 31.12.2022 .....	15
<b>Prognose und Bewertung</b> .....	<b>17</b>
Umsatzprognose .....	17
Stock-to-Flow-Modell .....	17
Ergebnisprognose .....	19
Bewertung .....	21
Modellannahmen .....	21
Bestimmung der Kapitalkosten .....	21
Bewertungsergebnis .....	21
DCF-Modell .....	22
<b>Anhang</b> .....	<b>23</b>

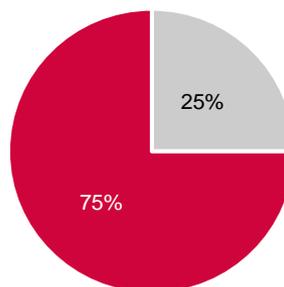
## UNTERNEHMEN

### Aktionärsstruktur

Aktionäre	Anteil
Priority AG	>25%
Freefloat	<75%

Quelle: Bitcoin Group SE; GBC AG

- Priority AG
- Freefloat



### Geschäftstätigkeit der Bitcoin Group SE

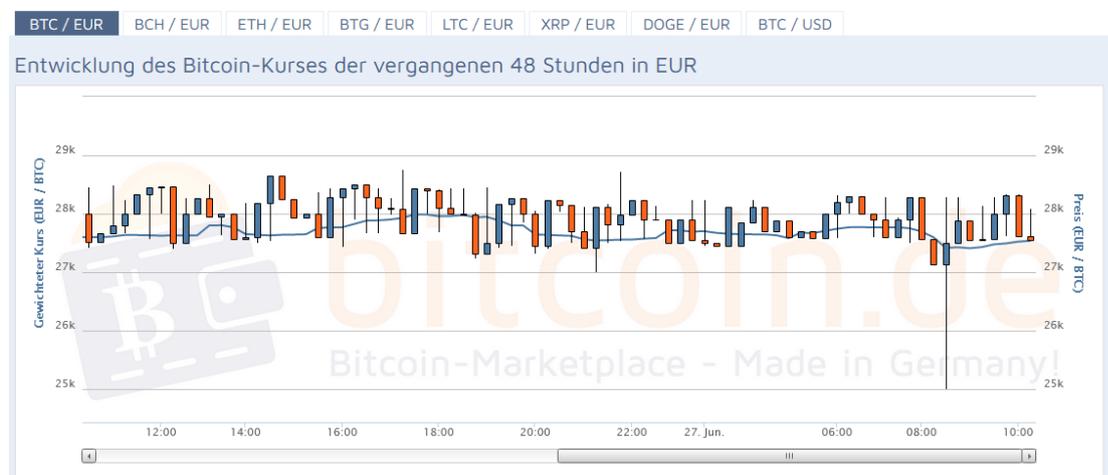
Die Bitcoin Group SE ist ein Beteiligungsunternehmen mit dem Fokus auf Krypto- und Blockchain-Technologie. Die Hauptgeschäftstätigkeit ist aktuell die Krypto-Handelsplattform bitcoin.de, die von der 100%igen Tochtergesellschaft futurum bank AG betrieben wird. Neben der Handelsplattform betreibt die futurum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

### Die Website Bitcoin.de

BTC / EUR | BCH / EUR | BTG / EUR | ETH / EUR | LTC / EUR | XRP / EUR | DOGE / EUR | weitere Handelspaare

Datenaktualisierung vor: **0 Sekunden**      Aktueller Bitcoin Kurs: **27.802,92 €** (Stand: 27.06.23 10:30)

Kaufen / Bid					Verkaufen / Ask				
Menge (min.)	EUR / BTC	Volumen	Info	Kaufen	Menge (min.)	EUR / BTC	Volumen	Info	Verkaufen
0,03267 (0,016)	27.885,66 €	911,02 €	🇩🇪 🇪🇺	KAUFEN	0,147 (0,009036)	27.667,00 €	4.067,05 €	🇩🇪	VERKAUFEN
1 (0,0022)	27.898,99 €	27.898,99 €	🇩🇪 🇪🇺	KAUFEN	0,1 (0,0023)	27.618,27 €	2.761,83 €	🇩🇪	VERKAUFEN
0,25 (0,0022)	27.898,99 €	6.974,75 €	🇩🇪 🇪🇺	KAUFEN	0,05 (0,003)	27.618,26 €	1.380,91 €	🇩🇪	VERKAUFEN
0,5 (0,0022)	27.898,99 €	13.949,50 €	🇩🇪 🇪🇺	KAUFEN	0,1 (0,0023)	27.618,14 €	2.761,81 €	🇩🇪	VERKAUFEN
0,79930985 (0,024)	27.899,00 €	22.299,95 €	🇩🇪 🇪🇺	KAUFEN	0,25 (0,25)	27.618,14 €	6.904,54 €	🇩🇪	VERKAUFEN
0,15 (0,003)	27.929,51 €	4.189,43 €	🇩🇪 🇪🇺	KAUFEN	0,15 (0,003)	27.618,13 €	4.142,72 €	🇩🇪	VERKAUFEN



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

### Überblick über den Krypto-Markt

Die Entwicklung des Marktes für Kryptowährungen ist seit der Einführung von Bitcoin im Jahr 2009 eine faszinierende Reise gewesen. Im Laufe der Jahre hat der Kryptomarkt ein erhebliches Wachstum erfahren und sich zu einem vielfältigen Ökosystem digitaler Vermögenswerte und Blockchain-basierter Technologien entwickelt.

In den ersten Jahren erlangte Bitcoin Anerkennung als bahnbrechende Kryptowährung, die hauptsächlich für Peer-to-Peer-Transaktionen und als Wertaufbewahrungsmittel verwendet wurde. Die dezentrale Natur von Bitcoin und sein begrenztes Angebot zogen eine Gemeinschaft von frühen Anhängern und Enthusiasten an und ebneten den Weg für das Aufkommen alternativer Kryptowährungen.

Als der Kryptomarkt expandierte, traten zahlreiche Altcoins (alternative Kryptowährungen) auf den Plan, die alle ihre eigenen Merkmale und Anwendungsfälle haben. Ethereum, das 2015 auf den Markt kam, führte programmierbare Smart Contracts ein und öffnete damit die Türen zu dezentralen Anwendungen (DApps) und dem Boom der Initial Coin Offering (ICO). Andere bemerkenswerte Kryptowährungen wie Ripple (XRP), Litecoin (LTC) und Bitcoin Cash (BCH) gewannen ebenfalls an Bekanntheit.

Der Kryptomarkt ist durch eine bemerkenswerte Preisvolatilität gekennzeichnet, wobei im Laufe der Zeit erhebliche Preisschwankungen beobachtet wurden. Faktoren wie regulatorische Entwicklungen, Marktstimmung, makroökonomische Bedingungen und technologische Fortschritte haben die Volatilität des Marktes beeinflusst. Dennoch hat der Markt auch eine zunehmende institutionelle Beteiligung und eine wachsende Akzeptanz seitens der etablierten Finanzwelt erfahren.

In den letzten Jahren hat der Aufstieg der dezentralen Finanzprotokolle (DeFi) den Kryptomarkt verändert. DeFi ermöglicht den Nutzern den Zugang zu Finanzdienstleistungen wie Kreditvergabe, Kreditaufnahme und Renditeerwirtschaftung ohne Vermittler, wodurch eine größere finanzielle Inklusivität erreicht wird. Darüber hinaus hat die explosionsartige Zunahme von nicht-fungiblen Token (NFTs) den Markt für digitale Kunst und Sammlerstücke revolutioniert und das Potenzial der Blockchain-Technologie über Währungen hinaus aufgezeigt.

Regierungen auf der ganzen Welt haben begonnen, digitale Zentralbankwährungen (Central Bank Digital Currencies, CBDCs) als digitale Form ihrer nationalen Währungen zu erforschen. CBDCs zielen darauf ab, die Vorteile von Kryptowährungen mit regulatorischer Aufsicht zu kombinieren. Darüber hinaus haben institutionelle Akteure wie Großbanken, Hedgefonds und Unternehmen zunehmendes Interesse in Investitionen in Kryptowährungen gezeigt, was dem Markt weitere Legitimität verleiht.

Der regulatorische Rahmen für Kryptowährungen hat sich allmählich entwickelt, wobei die Regierungen weltweit versuchen, ein Gleichgewicht zwischen Innovation und Verbraucherschutz zu finden. Die Regelungen variieren von Land zu Land und reichen von völligen Verboten bis hin zu unterstützenden Rahmenbedingungen, die Innovation und verantwortungsvolle Marktteilnahme fördern. Eine klare Regulierung ist für das langfristige Wachstum und die Stabilität des Kryptomarktes von entscheidender Bedeutung.

Die Blockchain-Technologie, als Grundlage der Kryptowährungen, entwickelt sich ständig weiter. Der Übergang von Ethereum zu Ethereum 2.0, mit dem Probleme der Skalierbarkeit angegangen werden sollen, wird mit Spannung erwartet. Layer-2-Lösungen, wie Zahlungskanäle und Sidechains, werden implementiert, um die Transaktionsgeschwindigkeit

zu erhöhen und die Kosten zu senken. Darüber hinaus bemühen sich Interoperabilitätsprotokolle um die Verbindung verschiedener Blockchains, um die Zusammenarbeit zu fördern und die Möglichkeiten zu erweitern.

Die Zukunft des Kryptomarktes birgt ein immenses Potenzial, mit laufenden Entwicklungen in Bereichen wie dezentrale Governance, Skalierbarkeitslösungen und verbesserten Nutzererfahrungen. Es ist wichtig, sich dem Markt mit Vorsicht zu nähern, gründliche Nachforschungen anzustellen und sich über die neuesten Entwicklungen zu informieren. Während der Markt weiter reift, werden verantwortungsvolle Teilnahme und Risikomanagement Schlüsselfaktoren bei der Navigation durch die Kryptolandschaft sein.

### **Bitcoin (BTC)**

Bitcoin wurde im Jahr 2009 von einer anonymen Person oder Gruppe namens Satoshi Nakamoto eingeführt. Es war die erste dezentralisierte Kryptowährung, die auf einem Peer-to-Peer-Netzwerk namens Blockchain funktionierte. Im Jahr 2010 erregte Bitcoin Aufmerksamkeit, als Laszlo Hanyecz die erste bekannte reale Transaktion durchführte, indem er zwei Pizza für 10.000 BTC kaufte.

Bitcoin erlebte seinen ersten großen Kursanstieg im Jahr 2013 und erreichte einen Höchststand von über 260 \$ pro BTC, gefolgt von einer deutlichen Korrektur. Der bemerkenswerteste Zeitraum für Bitcoin war 2017-2018, als er eine beispiellose Hausse erlebte und im Dezember 2017 ein Allzeithoch von fast 20.000 \$ erreichte. Diese Rallye wurde durch das zunehmende Interesse der Öffentlichkeit, die Medienberichterstattung und das Aufkommen von Kryptowährungsbörsen angetrieben.

Im darauffolgenden Jahr kam es jedoch zu einer Baisse, und der Bitcoin-Kurs ging deutlich zurück. Im Dezember 2018 erreichte er einen Tiefstand von rund 3.200 US-Dollar. Im Jahr 2020 zog Bitcoin institutionelle Investoren an, wobei Unternehmen wie MicroStrategy und Square öffentlich umfangreiche BTC-Investitionen ankündigten. Dieses institutionelle Interesse, gepaart mit dem Narrativ von Bitcoin als Wertaufbewahrungsmittel und Absicherung gegen Inflation, trug zu einer neuen Hausse bei.

#### **BTC/USD Kurs**



Quelle: Yahoo Finance

Im Jahr 2021 erreichte Bitcoin ein neues Allzeithoch und überschritt im März die Marke von 60.000 \$ pro BTC. Es kam jedoch auch zu einer erhöhten Volatilität mit bemerkenswerten Preiskorrekturen. Ende 2022 lag der Kurs bei rund 17.000 \$ pro BTC und stieg nun zum Juni 2022 wieder auf rund 30.000 \$ pro BTC an.

## Ethereum (ETH)

Ethereum wurde 2015 von Vitalik Buterin ins Leben gerufen und führte eine Blockchain-Plattform ein, die die Entwicklung von Smart Contracts und dezentralen Anwendungen (DApps) ermöglicht. Die native Kryptowährung des Ethereum-Netzwerks, Ether (ETH), diente als Treibstoff für die Durchführung von Transaktionen und die Ausführung von Anwendungen.

Im Jahr 2017 erlangte Ethereum große Aufmerksamkeit, als Initial Coin Offerings (ICOs) an Popularität gewannen. Viele Projekte sammelten Geld durch die Ausgabe von Token auf der Ethereum-Plattform. Der Preis von Ethereum folgte dem allgemeinen Markttrend und verzeichnete während der Hausse am Kryptomarkt Ende 2017 und Anfang 2018 einen starken Anstieg und erreichte einen Höchststand von über 1.400 US-Dollar pro Ethereum.

Ähnlich wie Bitcoin erlebte Ethereum von 2018 bis 2019 einen Bärenmarkt, und sein Preis ging deutlich zurück. Im Dezember 2018 erreichte er einen Tiefstand von rund 80 US-Dollar. Im Jahr 2020 erlebte Ethereum jedoch eine zunehmende Akzeptanz im Bereich der dezentralen Finanzen (DeFi). Verschiedene Finanzanwendungen wie die Kreditvergabe und dezentrale Börsen florierten im Ethereum-Netzwerk. Der Anstieg der DeFi-Aktivitäten und das Wachstum der Stablecoins erhöhten die Netzwerknutzung und die Nachfrage nach ETH erheblich.

Im Jahr 2021 stieg der Ethereum-Preis auf ein neues Allzeithoch und überschritt im Mai die Marke von 4.000 US-Dollar. Diese Rallye wurde durch Faktoren wie die weit verbreitete Nutzung von Ethereum für nicht-fungible Token (NFTs), Upgrades zur Verbesserung der Skalierbarkeit und die Vorfreude auf den Übergang zu Ethereum 2.0 angeheizt. Ende 2022 lag der Kurs bei rund 1.200 US-Dollar und stieg zum Juni 2022 auf rund 1.900 US-Dollar wieder an.

### ETH/USD Kurs



Quelle: Yahoo Finance

## Kryptomärkte im 1. Quartal 2023

Im ersten Quartal des Jahres 2023 war die Finanzlandschaft mit einer zunehmenden Anspannung konfrontiert, mit gemischten Marktreaktionen. Im Januar kam es zu einer Risikorallye, aber im Februar und März drehte der Markt aufgrund der starken Rhetorik der

US-Notenbank und der Sorge um eine mögliche Rezession ins Negative. In diesem Quartal stürzten mittelgroße Banken wie Signature, Silicon Valley Bank und First Republic, was auf Risse im System hinwies.

Um den Bankensektor zu unterstützen, führten die US-Notenbank und das Finanzministerium rasch das Bank Term Funding Program ein. Dieses Programm zielte darauf ab, Banken zu unterstützen, indem Ansprüche auf US-Staatsanleihen und hypothekarisch gesicherte Wertpapiere zum Nennwert direkt bei der Fed hinterlegt wurden. Es sorgte zwar für eine gewisse Erleichterung, aber der Markt erkannte, dass dadurch effektiv eine zusätzliche Geldmenge von 4,4 Billionen Dollar in Umlauf gebracht wurde, was zu einem Anstieg von Vermögenswerten außerhalb der Wirtschaft, wie Gold und Bitcoin, führte.

Das Quartal verdeutlichte die schwierige Lage, in der sich viele Zentralbanken befinden, die mit dem potenziellen Zusammenbruch von Banken und dem Risiko einer Währungsentswertung jonglieren müssen.

Innerhalb des Ökosystems der digitalen Vermögenswerte gab es kleine Boom- und Bust-Zyklen. Die Bitcoin-Rallye hatte einen Durchsickereffekt auf Vermögenswerte mit geringerer Marktkapitalisierung, was in einigen Fällen zu Multiplikatoren führte. Der Arbitrum ARB-Airdrop beeinflusste den Markt ebenfalls, indem er neue Fonds einführte und einzelne Blasen entstehen ließ. Die erfolgreiche Abspaltung von Ethereum in Shanghai wirkte sich positiv auf das Netzwerk aus, da die Abhebungen in der Beacon-Chain begrenzt waren und das Netzwerk durchgehend verfügbar war.

Ende März ging die Liquidität des Marktes jedoch zurück, was durch die verstärkte aufsichtsrechtliche Kontrolle in den USA noch verschärft wurde. Trotz der vorherrschenden Stimmung hat das erste Quartal gezeigt, dass der Markt voller Möglichkeiten ist.

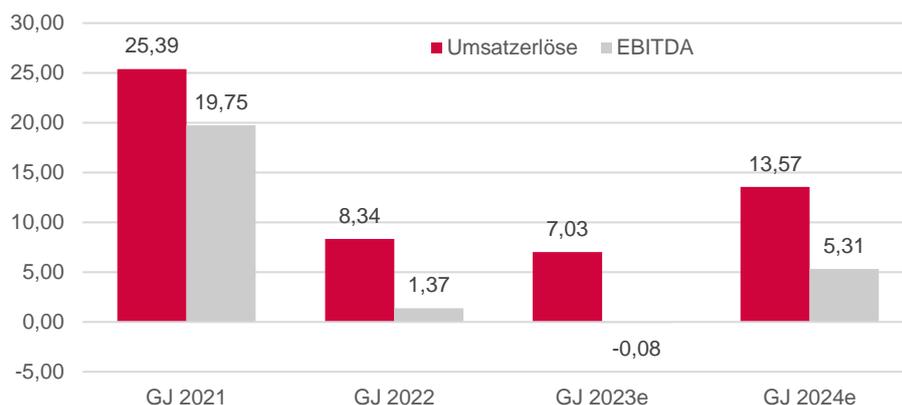
## UNTERNEHMENSENTWICKLUNG

### Kennzahlen im Überblick

	GJ 2021	GJ 2022	GJ 2023e	GJ 2024e
<b>Umsatzerlöse</b>	<b>25,39</b>	<b>8,34</b>	<b>7,03</b>	<b>13,57</b>
Sonstige betriebliche Erträge	0,48	0,32	0,00	0,30
Sonstige betriebliche Aufwendungen	-2,89	-2,82	-2,85	-2,88
Materialaufwand	-0,42	-1,70	-1,43	-2,76
Personalaufwand	-2,82	-2,77	-2,83	-2,91
<b>EBITDA</b>	<b>19,75</b>	<b>1,37</b>	<b>-0,08</b>	<b>5,31</b>
Abschreibungen	-0,15	-5,13	-0,14	-0,14
Abschreibung/Zuschreibung (Kryptowährungen)	0,14	0,00	0,00	0,00
<b>EBIT</b>	<b>19,74</b>	<b>-3,76</b>	<b>-0,22</b>	<b>5,18</b>
Finanzierungserträge	0,01	0,08	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	-0,04	-0,07	-0,07	-0,07
<b>Gewinn vor Steuern</b>	<b>19,72</b>	<b>-3,74</b>	<b>-0,29</b>	<b>5,10</b>
Tatsächlicher Steueraufwand	-6,34	1,27	0,09	-1,73
Ertrag aus latenten Steuern	0,00	0,07	0,00	0,00
<b>Nettoergebnis</b>	<b>13,37</b>	<b>-2,41</b>	<b>-0,20</b>	<b>3,37</b>
Umsatzerlöse	25,39	8,34	7,03	13,57
EBITDA	19,75	1,37	-0,08	5,31
<i>EBITDA-Marge</i>	<i>77,8%</i>	<i>16,4%</i>	<i>-1,1%</i>	<i>39,2%</i>
EBIT	19,74	-3,76	-0,22	5,18
<i>EBIT-Marge</i>	<i>77,8%</i>	<i>-45,0%</i>	<i>-3,1%</i>	<i>38,1%</i>
Nettoergebnis	13,37	-2,41	-0,20	3,37
<i>Netto-Marge</i>	<i>52,7%</i>	<i>-28,9%</i>	<i>-2,8%</i>	<i>24,9%</i>

Quelle: GBC AG

### Entwicklung des Umsatzes und des EBITDA (in Mio. €)



Quelle: GBC AG

## Geschäftsentwicklung 2022

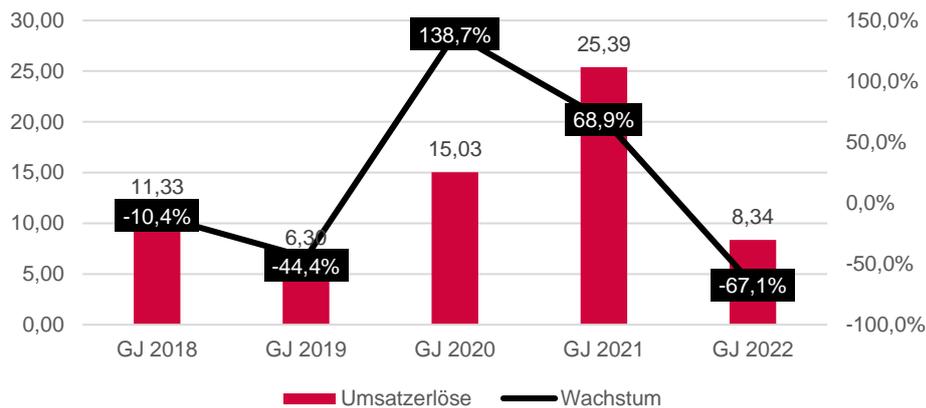
GuV (in Mio. €)	GJ 2020	GJ 2021	GJ 2022
Umsatzerlöse	15,03	25,39	8,34
EBITDA	10,55	19,75	1,37
EBITDA-Marge	70,1%	77,8%	16,4%
EBIT	13,54	19,74	-3,76
EBIT-Marge	90,1%	77,8%	-45,0%
Jahresüberschuss	9,52	13,37	-2,41
EPS in €	1,90	2,67	-0,48

Quelle: Bitcoin Group SE, GBC AG

### Umsatzentwicklung

Im Jahr 2022 verzeichnete die Bitcoin Group einen Rückgang der Umsatzerlöse in Höhe von rund 67,1% auf 8,34 Mio. € im Vergleich zu 25,39 Mio. € im Geschäftsjahr 2021. Den bedeutendsten und signifikantesten Ertragsposten bilden die Umsatzerlöse aus Provisionen, insbesondere im Zusammenhang mit Bitcoins, aber auch mit anderen Kryptowährungen. Dieser Rückgang ist hauptsächlich auf das gesunkene Handelsvolumen auf bitcoin.de zurückzuführen.

### Umsatzerlöse (in Mio. €)



Quelle: Bitcoin Group SE, GBC AG

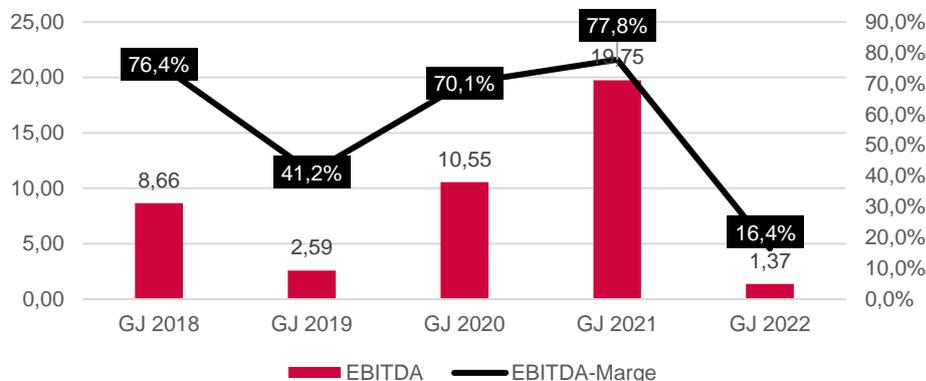
Es gibt oft eine Korrelation zwischen dem gesunkenen Handelsvolumen und dem Rückgang der Krypto-Kurse. Im Jahr 2022 gab es mehrere Gründe, die zu einem Rückgang der Krypto-Märkte geführt haben. Eine bedeutende Rolle spielten die Zinserhöhungen der großen Notenbanken weltweit. Diese verteuerten kreditfinanzierte Krypto-Investitionen und ließen klassische Zinsprodukte attraktiver erscheinen. Zudem führten die Zinserhöhungen zu Kurseinbrüchen bei technologiebasierten Börsen, die traditionell stark mit den Krypto-Kursen korrelieren. Der Ukraine-Krieg und die gestiegene Inflation trugen ebenfalls dazu bei, dass Anleger vorsichtiger wurden, da Kryptowährungen als riskante Anlagen gelten. Der Zusammenbruch der Krypto-Börse FTX im November 2022 hatte zudem negative Auswirkungen auf die Krypto-Märkte.

### Ergebnisentwicklung

Durch den deutlichen Rückgang der Umsatzerlöse verringerte sich das EBITDA von 19,75 Mio. € (GJ 2021) deutlich auf 1,37 Mio. € (GJ 2022). Die größten operativen Kosten betreffen das Personal, deren Kosten um 1,6% auf 2,77 Mio. € (Vorjahr: 2,82 Mio. €) gesunken sind, sowie die sonstigen betrieblichen Aufwendungen, hauptsächlich Rechts- und

Beratungskosten sowie Marketing, die mit 2,82 Mio. € (Vorjahr: 2,89 Mio. €) nahezu unverändert geblieben sind.

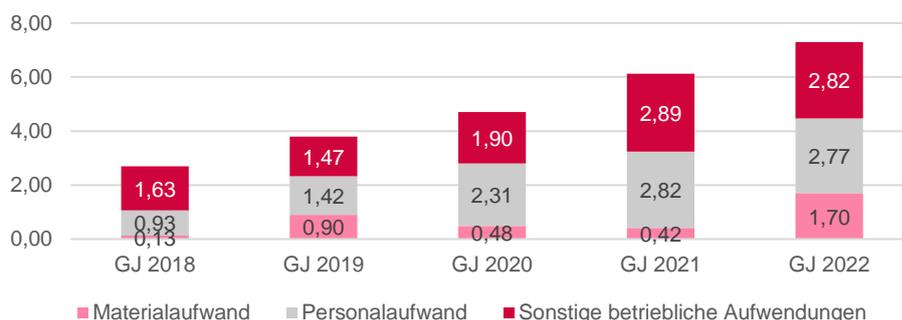
#### EBITDA (in Mio. €) und EBITDA-Marge (in %)



Quelle: Bitcoin Group SE; GBC AG

Hauptsächlich aufgrund von nicht-cashflow-relevanten Abschreibungen auf Krypto-Handelsbestände in Höhe von 5,13 Mio. € (Vorjahr: 0,15 Mio. €) verringerte sich das Ergebnis vor Steuern (EBT) auf -3,74 Mio. € (Vorjahr: 19,72 Mio. €).

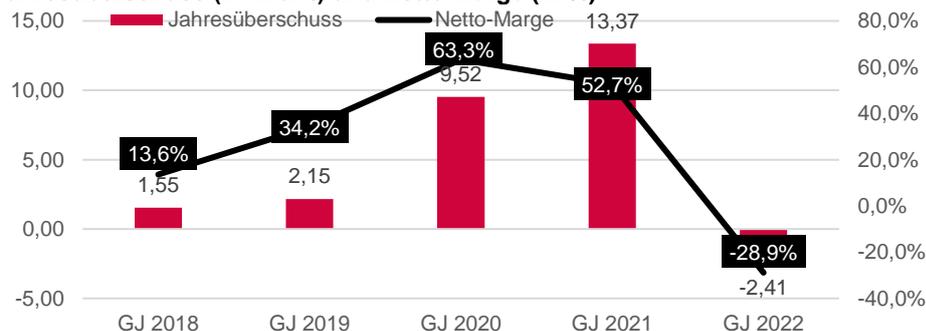
#### Entwicklung der operativen Kosten (in Mio. €)



Quelle: Bitcoin Group SE; GBC AG

Das negative Ergebnis führte zu einem Steuerertrag von 1,27 Mio. € (Vorjahr: -6,34 Mio. €), was schließlich ein Nettoergebnis in Höhe von -2,41 Mio. € (Vorjahr: 13,37 Mio. €) nach sich gezogen hat. Durch das deutlich höhere Handelsvolumen konnte im Vorjahr ein signifikant höherer Umsatz und eine entsprechend höheres Ergebnis erzielt werden. Das Unternehmen ist äußerst skalierbar und die Kosten steigen stark unterproportional zum Umsatz an.

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



Quelle: Bitcoin Group SE; GBC AG

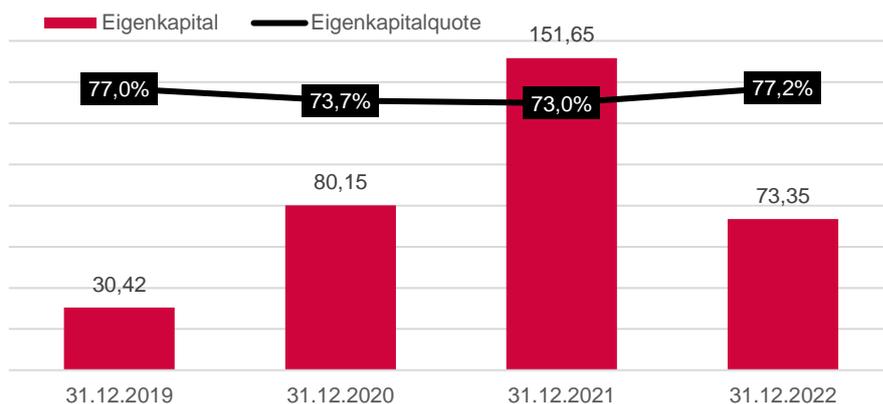
## Bilanzielle und finanzielle Situation zum 31.12.2022

in Mio. €	31.12.2018	31.12.2020	31.12.2021	31.12.2022
Eigenkapital	20,54	80,15	151,65	73,35
EK-Quote (in %)	85,2%	73,7%	73,0%	77,2%
Operatives Anlagevermögen	0,10	1,57	1,50	1,43
Krypto-Eigenbestand	27,51	90,31	181,08	70,77
Latente Steuerschulden	6,40	23,66	48,65	16,35
Netto-Krypto-Eigenbestand	21,11	66,65	132,43	54,42
Working Capital	0,34	-4,12	-6,69	-1,23
Nettofinanzvermögen	2,25	12,02	20,57	14,79

Quelle: Bitcoin Group SE; GBC AG

Zum 31.12.2022 verringerte sich das Eigenkapital deutlich auf 73,35 Mio. € (31.12.2021: 151,65 Mio. €). Der Hauptgrund für diesen Rückgang war die Kursentwicklung der langfristigen Kryptobestände, die um 75,4 Mio. € auf 70,77 Mio. € (Vorjahr: 181,08 Mio. €) abnahmen und somit zu einer nahezu Halbierung des Eigenkapitals geführte haben. Aufgrund der gleichzeitigen Bilanzverkürzungen erhöhte sich die typische hohe Eigenkapitalquote 73,0% (31.12.21) weiter auf 77,2% .

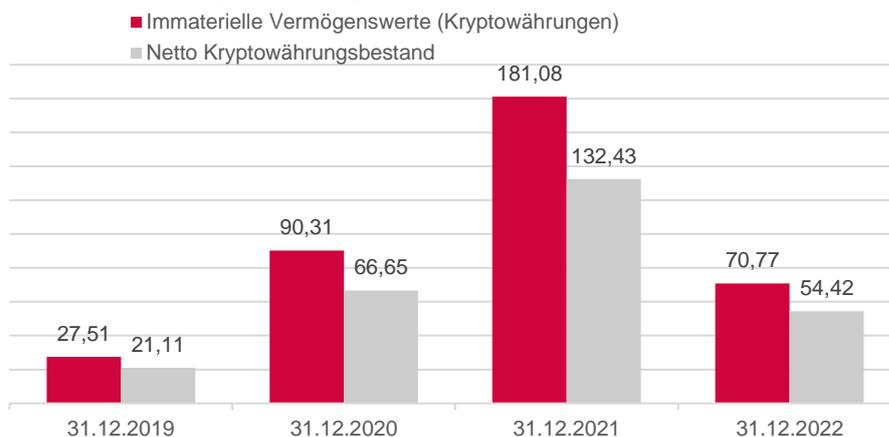
### Eigenkapital (in Mio. €) und EK-Quote (in %)



Quelle: Bitcoin Group SE; GBC AG

Das Unternehmen weist nur geringe zinstragende Verbindlichkeiten in Höhe von 0,79 Mio. € (31.12.2021: 0,10 Mio. €) auf. Dank eines hohen Bestands an liquiden Mitteln von 14,88 Mio. € (31.12.2021: 20,28 Mio. €) verfügt es über ein beträchtliches Nettofinanzvermögen von 14,79 Mio. € (31.12.2021: 20,57 Mio. €).

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



Quelle: Bitcoin Group SE; GBC AG

Aufgrund von Kursverlusten der Krypto-Währungen verringerten sich die Kryptobestände zum 31.12.2022 auf 70,77 Mio. € gegenüber 181,08 Mio. € am 31. Dezember 2021. Nach Abzug der latenten Steuerschulden in Höhe von 16,35 Mio. € (31.12.2021: 48,65 Mio. €), die im Falle eines Verkaufs der Kryptobestände anfallen würden, betragen die Netto-Kryptobestände ein Wert in Höhe von 54,42 Mio. €.

## PROGNOSE UND BEWERTUNG

GuV (in Mio. €)	GJ 2022	GJ 2023e	GJ 2024e
Umsatzerlöse	8,34	7,03	13,57
EBITDA	1,37	-0,08	5,31
EBITDA-Marge	16,4%	-1,1%	39,2%
EBIT	-3,76	-0,22	5,18
EBIT-Marge	-45,0%	-3,1%	38,1%
Jahresüberschuss	-2,41	-0,20	3,37
EPS in €	-0,48	-0,04	0,67

Quelle: GBC AG

### Umsatzprognose

Das Management der Bitcoin Group geht davon aus, dass zum Ende des Geschäftsjahres 2023 die Zahl der registrierten Nutzer auf 1.065.000 ansteigen wird. Um das Potenzial des gewachsenen Kundenstamms besser zu nutzen, sollen Maßnahmen zur Verbesserung der Usability und Kundenerfahrung umgesetzt werden. Für das Gesamtjahr 2023 wird ein leichter Rückgang der Umsätze erwartet, und das EBITDA wird voraussichtlich leicht negativ sein. Der Vorstand geht davon aus, dass der Kurs der Kryptowährungen und das mediale Interesse das Geschäftsjahr 2023 prägen werden. Das Unternehmen strebt weiterhin an, für die Kunden und Aktionäre die Chancen der Kryptowährungen optimal zu erschließen. Gemäß dem Management ist es aufgrund der aktuellen Situation, einschließlich des Krieges in der Ukraine und regulatorischer Unsicherheiten, schwierig, eine genaue Prognose abzugeben. Das mediale Interesse und die Kurse wichtiger Kryptowährungen unterliegen starken Schwankungen.

Die Bitcoin Group ist aber zuversichtlich aus den herausfordernden Marktbedingungen des Jahres 2022 gestärkt hervorzugehen. Die Krise in der Branche hat zu einem weniger wettbewerbsintensiven Umfeld geführt. Die Bitcoin Group bietet hohe Sicherheitsstandards durch die BaFin-Regulierung und die vorhandene Wertpapierhandelslizenz. Dadurch wird den Kunden maximale regulatorische Sicherheit und Transparenz gewährleistet. Das Vertrauen in das Unternehmen hat zu einer wachsenden Kundenbasis geführt. Obwohl das Jahr 2022 für Kryptowährungen schwierig war, konnte die Bitcoin Group weiterhin aktive Kunden gewinnen. Die Bitcoin Group strebt eine EU-weite einheitliche Regulierung an, um die Expansion voranzutreiben. Es sieht sich als Vorreiter und bietet Sicherheits- und Transparenzvorteile für Kunden, im Vergleich zu ausländischen Krypto-Marktplätzen. Die Potenziale der Krypto-Industrie sind noch lange nicht ausgeschöpft und Kryptowährungen haben sich trotz des Krypto-Winters 2022 als vielversprechende Assetklasse etabliert.

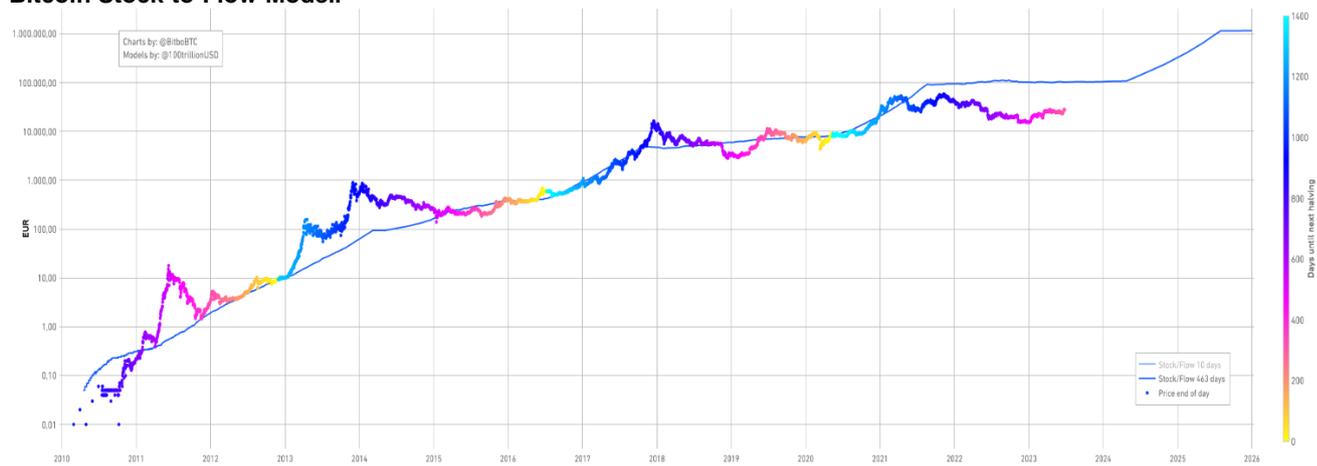
### Stock-to-Flow-Modell

Das Bitcoin Stock-to-Flow-Modell misst die Knappheit von Bitcoin, indem es das aktuelle Angebot (Stock) mit der Rate des neuen Angebots vergleicht, das im Laufe der Zeit auf den Markt kommt (Flow). Das Modell berechnet die Stock-to-Flow-Ratio, indem es das zirkulierende Angebot an Bitcoin durch die jährliche Ausgabe neuer Münzen teilt. Ein höheres Verhältnis zeigt eine größere Knappheit an.

Das Stock-to-Flow-Modell hat aufgrund seiner historischen Genauigkeit bei der Verfolgung des Bitcoin-Kursverlaufs an Popularität gewonnen. Es deutet auf eine positive Korrelation zwischen der Knappheit von Bitcoin (wie durch das Stock-to-Flow-Verhältnis angezeigt) und seinem Preis hin. Dies hat das Interesse von Anlegern und Händlern geweckt, die das Modell für Preisvorhersagen und Investitionsentscheidungen nutzen.

Um das Stock-to-Flow-Modell zu interpretieren, muss man die Logik dahinter verstehen. Die Knappheit von Bitcoin ergibt sich aus dem festen Angebotslimit von 21 Millionen Münzen und den regelmäßigen Halbierungsereignissen, die die Rate der Ausgabe neuer Münzen reduzieren. Ein höheres Stock-to-Flow-Verhältnis bedeutet eine höhere Knappheit, was zu einem wahrgenommenen Anstieg des Bitcoin-Wertes führen und möglicherweise den Preis beeinflussen kann.

### Bitcoin Stock-to-Flow-Modell



Quelle bitbo.io

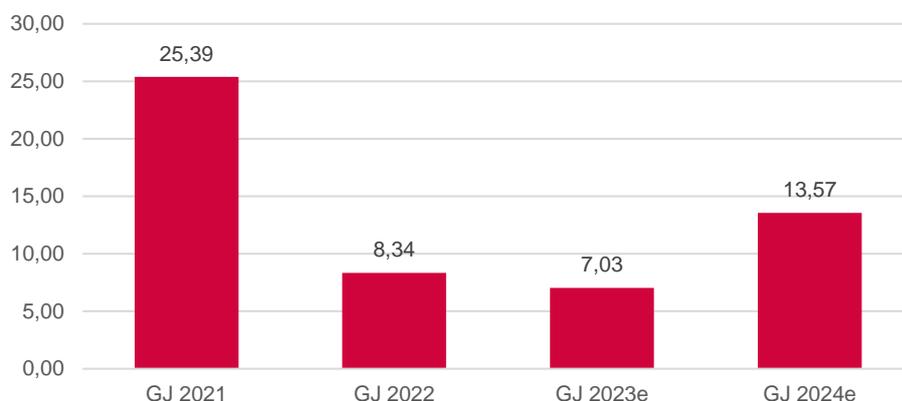
Basierend auf dem Diagramm befindet sich der BTC-Preis laut dem Bitcoin Stock-to-Flow-Modell derzeit in einer unterbewerteten Zone und tendiert zum überverkauften Bereich, was auf eine mögliche Aufwärtsbewegung hinweist. Das bevorstehende Bitcoin-Halbierungsevent im Jahr 2024 könnte zu einer signifikanten Rallye führen, wie es in der Vergangenheit beobachtet wurde.

Wir prognostizieren, dass der Bitcoin-Markt in naher Zukunft seitwärts tendieren wird, aber deutliche Kurssteigerungen im Jahr 2024 zu erwarten sind. Insbesondere wird diese Kurssteigerung voraussichtlich mit dem bevorstehenden Bitcoin-Halbierungsevent im Jahr 2024 zusammenhängen.

Die Bitcoin Group hat die Fidor Bank als Partner für den Express-Handel verloren. Die Fidor Bank wurde 2009 als Community-Banking-Projekt gestartet und ermöglichte Nutzern den Austausch über Geldanlagen und Banking-Funktionen. 2016 wurde das Unternehmen von der französischen Großbank BPCE übernommen, jedoch gelang es nicht, Fidor zu einem leistungsfähigen Fintech zu entwickeln. Die beiden Unternehmen hatten Schwierigkeiten, ihre unterschiedlichen Unternehmenskulturen zu vereinen. Die letzten Jahre waren für die Kunden und Eigentümer der Bank herausfordernd, da es Probleme mit der Erreichbarkeit und den Workflows gab. Die BPCE konnte das Endkundengeschäft nicht verkaufen und nur die Softwaresparte Fidor Solutions an Sopra Steria veräußern. Die Bank kündigte nun die Abwicklung zum Jahresende 2023 an, was für viele Kunden überraschend kam. Die meisten Kunden haben nur zwei Monate Zeit, um ihre Guthaben zu übertragen. Die Einstellung des Expresshandels könnte sich negativ auf den Umsatzverlauf im Geschäftsjahr 2023 auswirken. Das Management der Bitcoin Group ist jedoch aktiv auf der Suche nach einem neuen Partner für den Expresshandel und führt bereits vielversprechende Gespräche.

Infolgedessen gehen wir davon aus, dass die Umsatzerlöse im Jahr 2023 bei 7,03 Mio. € liegen werden, gefolgt von einem Anstieg auf 13,57 Mio. € im Jahr 2024.

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



Quelle: GBC AG

### Ergebnisprognose

Die Bitcoin Group hat im Mai 2023 veröffentlicht, die geplante Übernahme des Bankhaus von der Heydt nicht durchzuführen. Der Vorstand hat beschlossen, von seinem Rücktrittsrecht Gebrauch zu machen, nachdem er zu dem Schluss gekommen ist, dass die Übernahme keinen Mehrwert für das Unternehmen und seine Aktionäre bietet. Durch die geplante Übernahme sind zusätzlich hohe monatliche Kosten entstanden, die sich ebenfalls auf das Ergebnis des Geschäftsjahres 2023 auswirken werden.

Basierend auf dem niedrigen Umsatzniveau gehen wir davon aus, dass das EBITDA im Jahr 2023 auf -0,08 Mio. € zurückgehen wird und erst im Geschäftsjahr 2024 mit einem von uns prognostizierten EBITDA in Höhe von 5,31 Mio. € wieder positiv ausfallen.

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



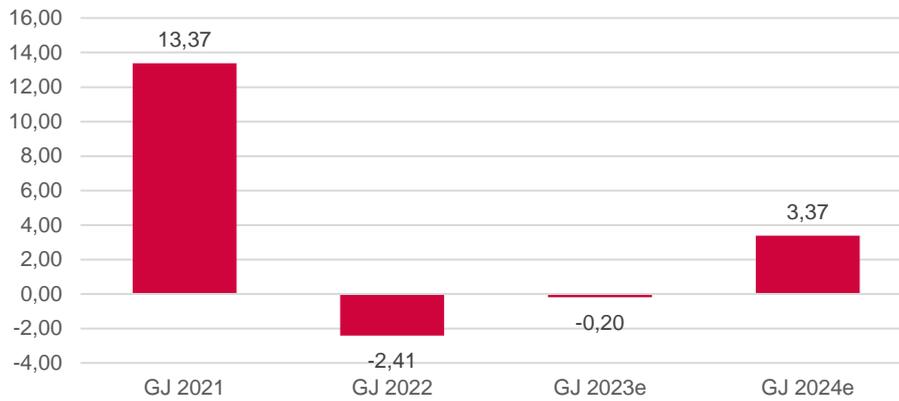
Quelle: GBC AG

Die Entwicklung des EBITDA spiegelt sich fast vollständig im Nettoergebnis wider. Für das laufende Geschäftsjahr 2023 erwarten wir ein Nettoergebnis von -0,20 Mio. € und für das Jahr 2024 3,37 Mio. €.

Es ist möglich, dass das Unternehmen die negative Ergebnisentwicklung nutzen wird, um einen Teil seiner Krypto-Eigenbestände abzubauen. Dadurch könnten geringere Steuern anfallen, als wenn die Veräußerung in einem sehr erfolgreichen Geschäftsjahr stattfinden würde. Eine solche Maßnahme würde zu einer deutlichen Verbesserung des Nettoergebnisses führen. In unserem Prognosemodell haben wir jedoch keine Veräußerung berücksichtigt.

Darüber hinaus gehen wir davon aus, dass den Aktionären weiterhin eine Dividende in Höhe von 10 Cent vorgeschlagen wird. Solange das Unternehmen positive Cashflows hat, sollten Ausschüttungen erfolgen.

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



Quelle: GBC AG

## **Bewertung**

### ***Modellannahmen***

Die Bitcoin Group SE wurde von uns mittels eines dreistufigen DCF-Modells bewertet. Angefangen mit den konkreten Schätzungen für die Jahre 2023 - 2024 in Phase 1 erfolgt von 2025 bis 2030 in der zweiten Phase die Prognose über den Ansatz von Werttreibern. Dabei erwarten wir Steigerungen beim Umsatz von 15,0%. Als Ziel EBITDA-Marge haben wir 72,6% (bisher: 70,6%) 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. Der von uns verwendete risikolose Zinssatz liegt bei 2,00% (bisher: 1,25%)

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 9,70% (bisher: 8,26%) (Beta multipliziert mit Risikoprämie plus risikoloser Zinssatz). Da wir eine nachhaltige Gewichtung der Eigenkapitalkosten von 100% unterstellen, ergeben sich gewogene Kapitalkosten (WACC) von 9,70% (bisher: 8,26%).

Der Kryptobestand des Unternehmens betrug zum 31.12.2022 70,77 Mio. €. Nach Abzug der latenten Steuerschulden in Höhe von 16,35 Mio. € ergibt sich ein Netto-Kryptobestand von 54,42 Mio. €. Aufgrund des Anstiegs vieler Kryptowährungen um etwa 80 % seit dem 31.12.2021 schätzen wir den Kryptobestand auf rund 125 Mio. €. Unter Berücksichtigung der ebenfalls gestiegenen latenten Steuerschulden prognostizieren wir einen aktuellen Netto-Kryptobestand von 100 Mio. €. Wir addieren den Netto-Kryptobestand zum Netto-Cash.

### ***Bewertungsergebnis***

Im Rahmen unseres DCF-Bewertungsmodells haben wir ein neues Kursziel in Höhe von 58,00 € (bisher: 50,00 €) ermittelt. Die Anpassung der Prognose basiert auf gegenläufige Effekten im Bewertungsmodell. Einerseits sind die risikolosen Zinssätze gestiegen, andererseits haben wir unsere Prognose leicht angepasst und seit der letzten Bewertung im Dezember 2022 sind die Kryptowährungen erneut deutlich angestiegen. Dies führte zu einem signifikanten Anstieg des Netto-Kryptobestandes.

## 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	72,6%	ewige EBITA - Marge	72,2%
AFA zu operativen Anlagevermögen	8,0%	effektive Steuerquote im Endwert	30,0%
Working Capital zu Umsatz	-15,0%		

#### dreistufiges DCF - Modell:

Phase in Mio. EUR	estimate		consistency						final Endwert
	GJ 23e	GJ 24e	GJ 25e	GJ 26e	GJ 27e	GJ 28e	GJ 29e	GJ 30e	
Umsatz (US)	7,03	13,57	15,61	17,95	20,64	23,73	27,29	31,39	
US Veränderung	-15,7%	93,0%	15,0%	15,0%	15,0%	15,0%	15,0%	15,0%	2,0%
US zu operativen Anlagevermögen	4,77	8,94	10,08	11,37	12,83	14,48	16,36	18,48	
EBITDA	-0,08	5,31	11,34	13,04	14,99	17,24	19,83	22,80	
EBITDA-Marge	-1,1%	39,2%	72,6%	72,6%	72,6%	72,6%	72,6%	72,6%	
EBITA	-0,22	5,18	11,21	12,91	14,87	17,11	19,70	22,67	
EBITA-Marge	-3,1%	38,1%	71,9%	72,0%	72,0%	72,1%	72,2%	72,2%	72,2%
Steuern auf EBITA	0,07	-1,75	-3,36	-3,87	-4,46	-5,13	-5,91	-6,80	
zu EBITA	32,2%	33,9%	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%
EBI (NOPLAT)	-0,15	3,42	7,85	9,04	10,41	11,98	13,79	15,87	
Kapitalrendite	-74,2%	780,7%	-1631,4%	-1141,0%	934,7%	805,5%	717,5%	654,2%	537,8%
Working Capital (WC)	-1,04	-2,00	-2,34	-2,69	-3,10	-3,56	-4,09	-4,71	
WC zu Umsatz	-14,7%	-14,7%	-15,0%	-15,0%	-15,0%	-15,0%	-15,0%	-15,0%	
Investitionen in WC	-0,19	0,96	0,34	0,35	0,40	0,46	0,53	0,61	
Operatives Anlagevermögen (OAV)	1,47	1,52	1,55	1,58	1,61	1,64	1,67	1,70	
AFA auf OAV	-0,14	-0,14	-0,12	-0,12	-0,13	-0,13	-0,13	-0,13	
AFA zu OAV	9,5%	9,1%	8,0%	8,0%	8,0%	8,0%	8,0%	8,0%	
Investitionen in OAV	-0,18	-0,18	-0,15	-0,15	-0,16	-0,16	-0,16	-0,16	
Investiertes Kapital	0,44	-0,48	-0,79	-1,11	-1,49	-1,92	-2,43	-3,01	
EBITDA	-0,08	5,31	11,34	13,04	14,99	17,24	19,83	22,80	
Steuern auf EBITA	0,07	-1,75	-3,36	-3,87	-4,46	-5,13	-5,91	-6,80	
Investitionen gesamt	-0,38	0,78	0,19	0,20	0,25	0,31	0,37	0,45	
Investitionen in OAV	-0,18	-0,18	-0,15	-0,15	-0,16	-0,16	-0,16	-0,16	
Investitionen in WC	-0,19	0,96	0,34	0,35	0,40	0,46	0,53	0,61	
Investitionen in Goodwill	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	
Freie Cashflows	-0,39	4,34	8,16	9,36	10,78	12,41	14,29	16,45	212,06

Wert operatives Geschäft (Stichtag)	161,17	172,40
Barwert expliziter FCFs	49,97	50,46
Barwert des Continuing Value	111,20	121,94
Nettoschulden (Net debt)	-113,83	-117,60
Wert des Eigenkapitals	275,00	290,00
Fremde Gewinnanteile	0,00	0,00
Wert des Aktienkapitals	275,00	290,00
Ausstehende Aktien in Mio.	5,00	5,00
Fairer Wert der Aktie in EUR	55,00	<b>58,00</b>

#### Kapitalkostenermittlung:

risikolose Rendite	2,0%
Marktrisikoprämie	5,5%
Beta	1,39
Eigenkapitalkosten	9,7%
Zielgewichtung	100,0%
Fremdkapitalkosten	6,5%
Zielgewichtung	0,0%
Taxshield	25,0%
WACC	<b>9,7%</b>

Kapitalrendite	WACC				
	9,1%	9,4%	9,7%	10,0%	10,3%
-538,3%	60,98	59,44	58,02	56,72	55,52
-538,0%	60,97	59,43	58,01	56,71	55,51
-537,8%	60,96	59,41	<b>58,00</b>	56,70	55,50
-537,5%	60,94	59,40	57,99	56,69	55,49
-537,3%	60,93	59,39	57,98	56,68	55,48

## 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,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**  
**Cosmin Filker, Dipl. Betriebswirt (FH), stellv. Chefanalyst**

### **§ 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)