



Researchstudie (Anno)



Hohes NAV-Upside Potenzial trotz Crypto-Winter

-

**Investmentmöglichkeit in eine der führenden europäischen
Krypto-Investmentgesellschaften**

Kursziel: 7,12 €

(bisher: 18,35 €)

Rating: KAUFEN

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“

WICHTIGER HINWEIS:

**Bitte beachten Sie den Disclaimer/Risikohinweis
sowie die Offenlegung möglicher Interessenskonflikte nach §34b WpHG ab Seite 12**

Datum und Zeitpunkt der Fertigstellung der Studie: 13.12.2022 (14:45 Uhr)

Datum und Zeitpunkt der ersten Weitergabe: 14.12.2022 (10:00 Uhr)

Gültigkeit des Kursziels: bis max. 31.12.2023

Cryptology Asset Group plc*5a;5b,6a;7;11

Rating: Kaufen
Kursziel: 7,12 €
(bisher: 18,35 €)

aktueller Kurs: 2,49 €
01.12.2022 17:35 Xetra
Währung: EUR

Stammdaten:
ISIN: MT0001770107
WKN: A2JDEW
Ticker Symbol: CAP:GR
Aktienanzahl³: 57,22
Marketcap³: 142,22
³ in Mio. / in Mio. EUR
Freefloat: 50,44 %

Marktsegment:
Freiverkehr
Rechnungslegung:
IFRS

Geschäftsjahr: 31.12

Analysten:

Matthias Greiffenberger
greiffenberger@gbc-ag.de

Julien Desrosiers
desrosiers@gbc-ag.de

* Katalog möglicher Interessenkonflikte auf Seite 12

Unternehmensprofil

Branche: Beteiligungsgesellschaften

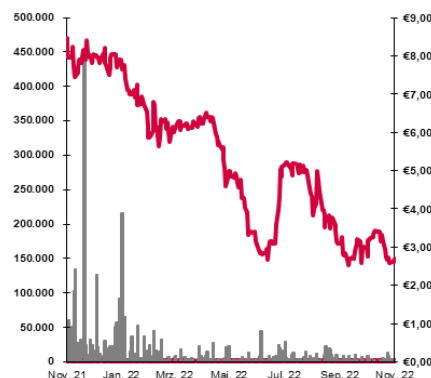
Fokus: Krypto-Währungen und Blockchain-Technologien

Mitarbeiter: 3 Stand: 31.12.2021

Gründung: 2018

Firmensitz: Sliema (Malta)

Vorstand: Patrick Lowry (CEO), Jefim Gewiet (COO)



Die Cryptology Asset Group (ISIN: MT0001770107; Ticker: CAP:GR) ist eine führende europäische Holdinggesellschaft für Bitcoin- und Blockchain-bezogene Geschäftsmodelle. Cryptology wurde von Christian Angermayers Family Office, der Apeiron Investment Group, und der Krypto-Legende Mike Novogratz gegründet. Zu den bemerkenswerten Portfoliounternehmen gehören der Bitcoin-Gigant B1, der führende HPC-Rechenzentrumsbetreiber Northern Data, der provisionsfreie Online-Neobroker nextmarkets und die Digital Asset Management-Gruppe Deutsche Digital Assets (ehemals Iconic).

GuV in Mio. EUR \ GJ.-Ende	31.12.2019	31.12.2020	31.12.2021
Umsatz	15,00	2,55	13,20
Nettogewinn aus dem Verkauf von AFS Investments	0,00	8,70	34,09
EBIT	2,50	10,62	34,24
Jahresüberschuss	1,47	10,26	33,80

Kennzahlen in EUR

Gewinn je Aktie	0,03	0,19	0,59
Dividende je Aktie	0,00	0,00	0,00

Kennzahlen

Eigenkapital in Mio. €	70,54	308,60	387,20
NAV je Aktie in €	1,29	5,71	6,77

Finanztermine

30.06.2023: Geschäftsbericht 2022

30.09.2023: Halbjahresbericht 2023

**letzter Research von GBC:

Datum: Veröffentlichung / Kursziel in EUR / Rating

28.07.2022: RS / 18,35 / KAUFEN

07/06/2021: RS / 17,92 (v. 20:1-split: 358.43) / Kaufen

** oben aufgeführte Researchstudien können unter www.gbc-ag.de eingesehen, bzw. bei der GBC AG, Halderstr. 27, D86150 Augsburg angefordert werden

EXECUTIVE SUMMARY

- Die Cryptology Asset Group ist eine der führenden europäischen Holdinggesellschaften für Bitcoin- und Blockchain-bezogene Geschäftsmodelle. Gemäß des letzten Aktionärsbriefs soll die Strategie angepasst werden und nicht wie geplant 100 Mio. € in Crypto-Fonds investiert werden. Stattdessen will sich das Unternehmen auf die eigenen Beteiligungen fokussieren.
- Aktuell befinden wir uns weiterhin in einem „Krypto-Winter“. Bitcoin (BTC), die Leitwährung für den breiteren Kryptomarkt, pendelt derzeit um die 17.000 USD und liegt damit 75 % unter seinem Höchststand vom November 2021. Nicht nur Bitcoin ist unter Abwärtsdruck geraten. Ethereum (ETH) und andere führende Altcoins wie Cardano (ADA) und Polygon (MATIC) haben im bisherigen Jahresverlauf mehr als 70 % verloren. Diese Entwicklung spiegelt sich auch im Portfolio der Cryptology Asset Group wider. Unseres Erachtens bildet der Aktienkurs diese Entwicklung aktuell aber zu pessimistisch ab. So lag auch die Marktkapitalisierung zuletzt (142,22 Mio. € zum 01.12.2022) deutlich unter dem bilanziellen Eigenkapital in Höhe 295,31 Mio. €, bei einer Eigenkapitalquote von 98,4%.
- **Das Unternehmen wird aktuell zu 2,49 € (01.12.2022 17:35 Xetra) je Aktie gehandelt und hat gemäß IFRS-Grundsätzen einen NAV von 4,79 € je Aktie (30.11.2022) veröffentlicht. Wir haben die einzelnen Beteiligungen des Portfolios geprüft und haben gemäß GBC-Bewertung einen NAV in Höhe von 7,12 € je Aktie ermittelt. Damit wird das Unternehmen aktuell deutlich unter NAV gehandelt und wir vergeben mit Blick auf das hohe Upside-Potenzial das Rating Kaufen.**

INHALTSVERZEICHNIS

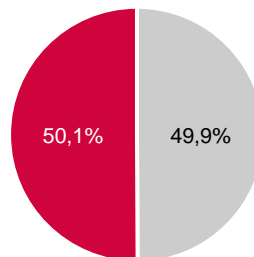
Executive Summary	2
Unternehmen	4
Aktionärsstruktur	4
Unternehmensbeschreibung	4
Portfolio	4
Markt und Marktumfeld	5
Unternehmensentwicklung	6
Historische Geschäftsentwicklung	Fehler! Textmarke nicht definiert.
Umsatzentwicklung 2021	6
Ergebnisentwicklung 2021	Fehler! Textmarke nicht definiert.
Umsatzentwicklung 1. HJ 2022	6
Ergebnisentwicklung 1. HJ 2022	Fehler! Textmarke nicht definiert.
Bilanzielle und finanzielle Situation zum 30.06.2022	7
SWOT-Analyse	Fehler! Textmarke nicht definiert.
Bewertung	8
Block.one	8
Northern Data AG	9
Deutsche Digital Assets (vormals Iconic Holding GmbH)	9
cloudeo AG	9
nextmarkets AG	10
New York Digital Investment Group LLC - NYDIG (vormals Bottlepay)	10
Chintai Network Sevices PTE	10
Xpay Holding AG	10
Topl Inc	11
Fonds	11
Eigene Aktien	11
Net debt & Holding Kosten	11
Anhang	12

UNTERNEHMEN

Aktionärsstruktur

Anteilseigner in %	31.12.2021
Apeiron Investment Group Limited	49,9 %
Free Float	50,1 %

Quelle: Cryptology Asset Group plc, GBC AG

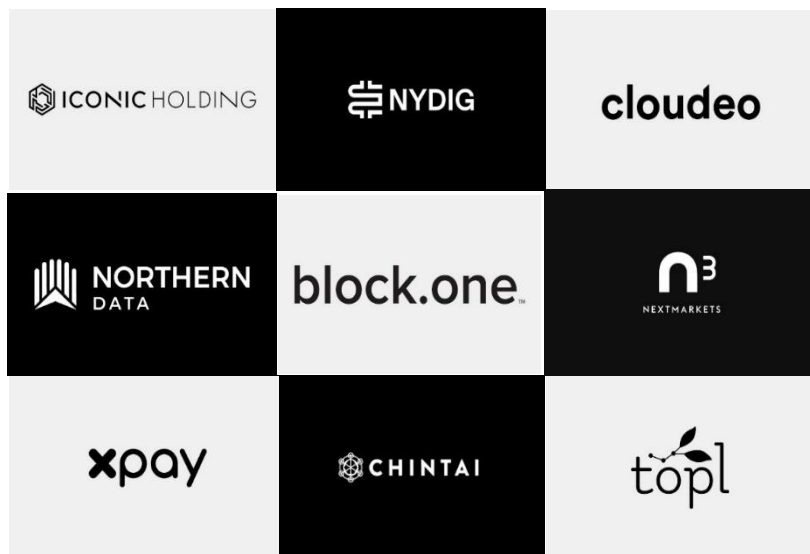


- Apeiron Investment Group Limited
- Streubesitz

Unternehmensbeschreibung

Die Cryptology Asset Group (ISIN: MT0001770107; Ticker: CAP:GR) ist eine führende europäische Holdinggesellschaft für Bitcoin- und Blockchain-bezogene Geschäftsmodelle. Cryptology wurde von Christian Angermayers Family Office, der Apeiron Investment Group, und der Krypto-Legende Mike Novogratz gegründet. Zu den bemerkenswerten Portfoliounternehmen gehören der Bitcoin-Gigant B1, der führende HPC-Rechenzentrumsbetreiber Northern Data, der provisionsfreie Online-Neobroker nextmarkets und die Digital Asset Management-Gruppe Deutsche Digital Assets (ehemals Iconic).

Portfolio



Quelle: Cryptology Asset Group plc

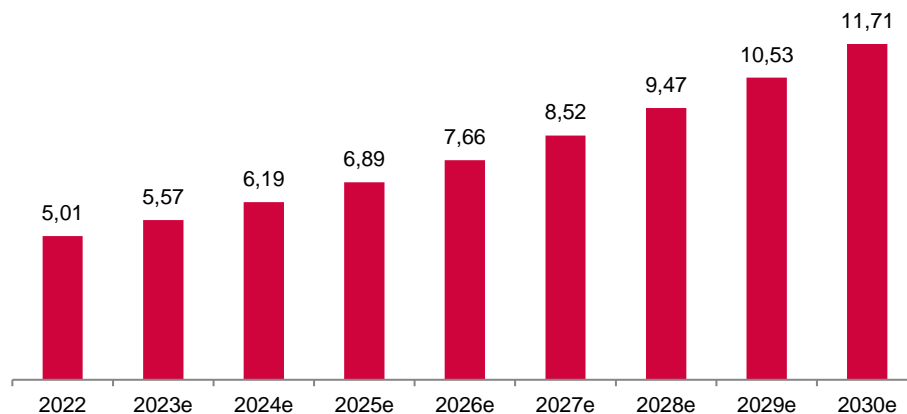
MARKT UND MARKTUMFELD

Die Krypto-Währungsmärkte, die für die Cryptology AG von wesentlicher Bedeutung sind, befinden sich seit Ende 2021 im Rückwärtsgang. Bezeichnend hierfür ist der Rückgang des Bitcoin (BTC), der im November 2022 mit 15.500 USD auf ein neues Zweijahrestief gefallen ist. Die Ungewissheit über den FTX-Zusammenbruch und seine möglichen Folgen ließ die Bitcoin-Preise deutlich fallen. Die Kryptopreise stabilisierten sich in den letzten Tagen des Monats, obwohl das Kryptounternehmen BlockFi am 28. November Konkurs angemeldet hat. Bitcoin war auf dem besten Weg, den Monat über \$17.000 zu beenden.

Spiegelbildlich zum Bitcoin hat sich die zweite wesentliche Kryptowährung, Ethereum entwickelt. Nachdem der Preis von Ethereum (ETH) unter die Schwelle von 1.100 USD gefallen war, stabilisierte er sich und lag Ende November bei 1.300 USD.

Im Laufe des letzten Jahres hat der Kryptowinter dem breiteren Kryptowährungsmarkt seit seinem Höhepunkt im November 2021 etwa 2 Billionen Dollar an Marktkapitalisierung entzogen. Im bisherigen Jahresverlauf sind BTC und ETH jeweils um etwa 75 % gefallen. Der Untergang der Kryptobörse FTX ist nur das jüngste Problem in einer Reihe von Problemen, die zum Krypto-Winter 2022 beitragen. Inflation, steigende Zinsen und wirtschaftliche Ungewissheit haben die Anleger das ganze Jahr über zum Verkauf von Risikoanlagen, einschließlich Aktien und Kryptowährungen, veranlasst. Die Verkäufe deckten zunächst die Überschuldung auf dem Krypto-Kreditmarkt auf und lösten die Konkurse von Voyager Digital und Celsius sowie den Untergang des in Singapur ansässigen Krypto-Hedgefonds Three Arrows Capital nach dem Zusammenbruch des algorithmischen Stablecoins TerraUSD im Mai 2022 aus.

Globaler Kryptowährungsmarkt



Quelle: ResearchandMarket

Dennoch sind wir für die Zukunft optimistisch gestimmt. Das Beratungsunternehmen ResearchandMarket erwartet, dass die Größe des globalen Unternehmen-Kryptowährungsmarktes bis 2030 11,71 Billionen USD erreichen wird, was einem CAGR von 12,2% von 2022 bis 2030 entspricht. Das Marktwachstum wird voraussichtlich durch die steigende Nachfrage nach besserer Datensicherheit, operativer Transparenz und der Einbeziehung der Blockchain-Technologie in digitale Zahlungssysteme angekurbelt werden. Darüber hinaus fördert die Legalisierung bzw. Regulierung des Kaufs, Verkaufs und Handels von digitalen Währungen in mehreren entwickelten Ländern die Expansion der Branche.

UNTERNEHMENSENTWICKLUNG

in Mio. €	GJ 2018	GJ 2019	GJ 2020	GJ 2021	1. HJ 2022
Umsatz	2,65	15,00	2,55	13,20	2,32
Nettogewinn aus dem Verkauf von AFS Investments	0,00	0,00	8,70	34,09	5,08
EBIT	-2,23	2,50	10,62	34,24	4,87
Nettogewinn (-verlust)	-1,57	1,47	10,26	33,80	4,74

Quelle: Cryptology Asset Group plc; GBC AG; (AFS - Available-for-Sale Securities)

Umsatz- und Ergebnisentwicklung 2021

Durch Vermögenswert-Veräußerungen hat die Cryptology AG im Geschäftsjahr 2021 eine deutliche Umsatzsteigerung erreicht. Das Unternehmen konnte den Umsatz im Geschäftsjahr 2021 um 418,5% auf 13,18 Mio. € (VJ: 2,55 Mio. €) steigern. Der Umsatz wurde vornehmlich über den Verkauf digitaler Assets erzielt, welche 7,97 Mio. € (VJ: 0) ausmachten. Weiterhin wurden 2,78 Mio. € (VJ: 2,35 Mio. €) durch den Verkauf von zu Handelszwecken gehaltenen Investitionen erzielt und 2,35 Mio. € (VJ: 0), welche im Zusammenhang mit der Ausübung der Umtauschoptionen stehen. Weitere 0,10 Mio. € (VJ: 0,16 Mio. €) wurden durch Beratungs-Services erzielt. Die deutliche Umsatzsteigerung war dabei noch durch die sehr positive Krypto-Markt-Stimmung im Jahr 2021 getrieben.

Das Ergebnis lag hierbei deutlich über dem Umsatz, da Erlöse über den Verkauf von zur Veräußerung gehaltenen Vermögenswerten (AFS) 34,09 Mio. € (VJ: 8,70 Mio. €) erzielt wurden. Hierdurch konnte final ein Jahresüberschuss in Höhe von 33,80 Mio.€ (VJ: 10,26 Mio. €) erzielt werden.

Umsatz- und Ergebnisentwicklung 1. HJ 2022

Im ersten Halbjahr 2022 lag der Umsatz mit 2,32 Mio. € (VJ: 2,45 Mio. €) nahezu auf Vorjahresniveau.

Über den Verkauf von zur Veräußerung gehaltenen Vermögenswerten (AFS) wurde im ersten Halbjahr 2022 ein Ergebnis in Höhe von 5,08 Mio. € (VJ: 15,64 Mio. €) erzielt. Das Netto-Ergebnis lag damit zum Halbjahr 2022 bei 4,74 Mio. € (VJ: 16,68 Mio. €).

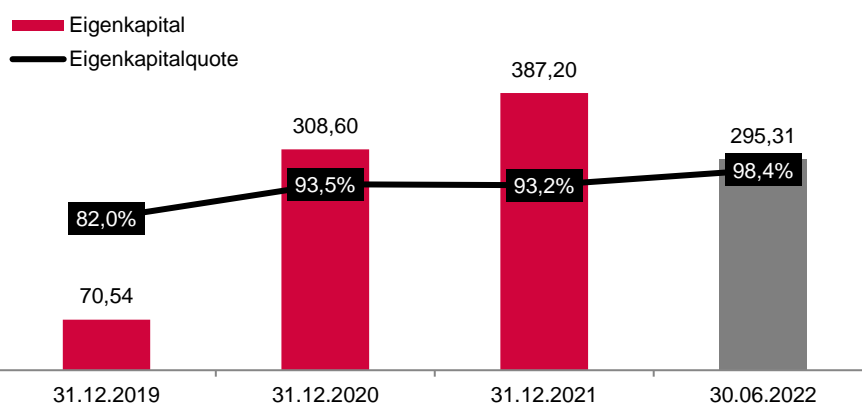
Bilanzielle und finanzielle Situation zum 30.06.2022

in Mio. €	31.12.19	31.12.20	31.12.21	30.06.22
Eigenkapital	70,54	308,60	387,20	295,31
Eigenkapitalquote	82,0%	93,5%	93,2%	98,4%
AFS Investments	79,93	326,22	407,46	294,13

Quelle: Cryptology Asset Group plc; GBC AG

Die Cryptology Asset Group weist ein für Beteiligungsgesellschaften typisches Bilanzbild auf. Da die Investments nahezu ausschließlich über Eigenmittel finanziert wurden und die dargestellten Zeitwertänderungen der Beteiligungsgesellschaften im Eigenkapital erfasst sind, verfügte die Gesellschaft zum 30.06.2022 über ein hohes Eigenkapital in Höhe von 295,31 Mio. € (31.12.2021: 387,20 Mio. €) und über eine entsprechend hohe EK-Quote in Höhe von 98,4 % (31.12.2021: 93,2 %). Zum 30.06. 2022 lagen 0,44 Mio. € in liquiden Mitteln vor. Die zinstragenden Verbindlichkeiten beliefen sich auf 4,04 Mio. €.

Entwicklung des Eigenkapital (in Mio. €) und der Eigenkapitalquote (in %)



Quelle: Cryptology Asset Group plc; GBC AG

Vom 18. Juli 2022 bis einschließlich 11. November 2022 hat das Unternehmen zudem 30.430 Aktien zurückgekauft.

BEWERTUNG

Cryptology Asset Group (Cryptology) veröffentlicht regelmäßig den eigenen NAV. Zum 23.11.2022 lag dieser gemäß Angaben des Unternehmens bei 4,79 € je Aktie. Bei 57,22 Mio. ausstehenden Aktien entspricht dies einem Gesamtunternehmens-NAV von 274,07 Mio. €.

Gemäß des letzten Aktionärsbriefs soll die Strategie angepasst werden und nicht wie geplant 100 Mio. € in Crypto-Fonds investiert werden. Stattdessen will sich das Unternehmen auf die eigenen Beteiligungen fokussieren.

Block.one

Die größte Beteiligung der Cryptology Asset Group ist Block.one. Cryptology ist mit rund 4,9% an Block.one beteiligt. Block.one hat mit seinem Initial Coin Offering (ICO) im Jahr 2018, bei dem ein proprietärer Token namens EOS verkauft wurde, 4,2 Milliarden US-Dollar eingenommen. Dies markiert den bisher größten ICO. Das Unternehmen investierte stark in Bitcoin sowie Ethereum und darüber hinaus in zahlreiche kleinere Unternehmen und Token. Der Fokus liegt aktuell auf Bullish Global (bullish.com), einer Blockchain-basierten Kryptowährungsbörse, die die Leistung, den Datenschutz und die Compliance der zentralen Orderbuchtechnologie mit den vertikal integrierten Nutzervorteilen der dezentralen Finanzmarktarchitektur (DeFi) kombinieren soll. Gemäß Q2 2022 Geschäfts-Updates von Bullish Global liegt die Pro Forma Bewertung bei 6,79 Mrd. USD.



Pro Forma Bewertung	Gem. Bullish Zum 22.7.2022	Angepasst gem. GBC Zum 01.12.2022
Bullish Exchange Total Enterprise Value	2.500	2.500
Marktwert der digitalen Vermögenswerte	2.662	2.144
Bestehende Barmittel in der Bilanz	1.026	1.026
Neue Barmittel in der Bilanz	600	600
Überschüssige Transaktionskosten des Käufers	4	4
Pro-forma-Eigenkapitalwert	6.792	6.274

Quelle: Bullish Global

Marktwert der digitalen Vermögenswerte

USD	Anzahl	20-Tage Ø Kurs zum 22.07.2022	Marktwert in Mio. zum 22.07.	Kurs zum 01.12.2022	Marktwert in Mio. zum 01.12.22
BTC	119.726	20.767,87	2.486	16.415	1.965
ETH	85.921	1.225,17	105	1.231	106
EOS	29.567.646	0,98	29	0,90	27
USDC	24.666.738	1,00	25	1	25
LINK	1.523.301	6,40	10	7,27	11
LTC	135.305	52,12	7	74,05	10
Gesamt		2.662			2.144

Quelle: Bullish Global, 20-Day Avg. Price

Von der Pro Forma Bewertung in Höhe von 6,79 Mrd. USD machen digitale Vermögenswerte 2,66 Mrd. USD aus. Die digitalen Vermögenswerte wurden gemäß Bullish zu einem 20 Tage Durchschnittskurs zum 22.7.2022 ermittelt. Wir haben die Bewertung dieser digitalen Vermögenswerte mit Kursen vom 01.12.2022 aktualisiert und haben einen aktuellen Marktwert in Höhe von 2,14 Mrd. € ermittelt.

Durch den reduzierten Marktwert der digitalen Vermögenswerte beläuft sich die Bullish Bewertung aktuell auf 6,274 Mrd. USD, was 5.991 Mrd. € (1 USD = 0,955053 EUR zum 01.12.2022, 13:30 UTC) entspricht.

Die übrigen Beteiligungen oder die weiteren liquiden Vermögenswerte von Block.one sind von außen kaum einzuschätzen. Daher beziehen wir uns bei der Block.one Bewertung ausschließlich auf Bullish Global, wobei weitere Unternehmenswerte von Block.one noch ein Upside bedeuten würden. **Bei einer Beteiligungsquote der Cryptology Asset Group in Höhe von 5,0% an Block.one würde dies ein NAV in Höhe von 299,60 Mio. € bedeuten.**

Northern Data AG



Northern Data ist ein globales B2B-Technologieunternehmen, das Lösungen auf einer vertikal integrierten High Performance Computing (HPC)-Infrastruktur entwickelt, nutzt und verkauft. Dies ermöglicht es, umfangreiche Computing-Dienste auf globaler Ebene anzubieten. Hauptsächlich generiert das Unternehmen Umsatzerlöse durch Bitcoin- und Ethereum-Mining.

Northern Data ist börsennotiert und der Aktienkurs entwickelte sich sehr ähnlich zu den Kryptomärkten. So stieg der Aktienkurs im Krypto-Boom 2022 zwischenzeitlich auf 143,00 € je Aktie, liegt aber vor dem Hintergrund des aktuell anspruchsvollen Krypto-Umfelds mit 8,20 € (Xetra 01.12.2022 14:30) deutlich unter dem Höchstwert. Neben dem Rückgang der Kryptokurse dürfte sich auch die Umstellung des Konsensmechanismus von Ethereum negativ auf den Kurs ausgewirkt haben. Nachdem Ethereum im September 2022 von Proof of Work (PoW) (d.h. Mining) auf einen anderen Konsensmechanismus namens Proof of Stake (PoS) umgestellt hat, werden die zukünftigen ETH-Mining-Umsatzerlöse voraussichtlich vollständig wegfallen. Das Management von Cryptology ist weiterhin von Northern Data überzeugt. Zudem würde eine Liquidierung der Position zur aktuellen Bewertung keinen Sinn ergeben. Daher überwiegt ein deutliches Upside gegenüber einem möglichen Verkauf.

Wir setzen unseren Bewertungsansatz aus der Initial Coverage fort und nutzen das Konsensus-Kursziel als Basis unserer NAV-Bewertung. Ein aktuelles Kursziel liegt nur von Hauck & Aufhäuser vor (vom 05.09.2022), die den fairen Wert bei 65,00 € je Aktie taxieren, was einem Unternehmenswert von 1.548,00 Mio. € entspricht. **Bei einer Beteiligungsquote von der Cryptology Asset Group in Höhe von 6,1% an Northern Data würde dies ein NAV in Höhe von 94,43 Mio. € bedeuten.**

Deutsche Digital Assets (vormals Iconic Holding GmbH)



DEUTSCHE
DIGITAL ASSETS

Seit Anfang Dezember 2022 wurde die gesamte Iconic Holding Unternehmensgruppe in Deutsche Digital Assets umbenannt. Die Deutsche Digital Assets (DDA) ist eine globale Krypto-Vermögensverwaltungsgruppe. DDA ist der Emittent und Verwalter einer Reihe von regulierten passiven und aktiv verwalteten Krypto-Anlagevehikeln, unter anderem ein physisch besicherter Bitcoin-ETP, der am regulierten Markt der Frankfurter Börse gehandelt wird. Insgesamt hat das Unternehmen in mehr als 25 Unternehmen investiert und hat sich aus einem Beteiligungsunternehmen verstärkt zu einem Asset Manager entwickelt. DDA hat 2019 zudem den ersten regulierten Index-Krypto-Fonds in Europa aufgelegt, auf Basis dessen dann die Ausgabe von ETPs erfolgte. **Gemäß dem Management erfolgte die letzte Kapitalerhöhung Mitte 2022 zu einer Bewertung von 25 Mio. €. Bei einer Beteiligungshöhe von 8,9% entspricht dies einem NAV von 2,23 Mio. €.**



cloudeo AG

Die cloudeo AG betreibt eine Plattform, über die professionelle Geoinformationsdienste führender nationaler und internationaler Hersteller bezogen werden können. cloudeo



fürte im Dezember 2020/Januar 2021 eine Kapitalerhöhung durch und wurde gemäß unserer Schätzung mit rund 50 Mio. € bewertet. **Ausgehend von dieser Bewertung ergibt sich bei einer Beteiligung von 14,3% ein unveränderter NAV-Wertansatz von 7,15 Mio. €.**

nextmarkets AG

Die nextmarkets bietet einen Neobroker an. Der Fokus des Unternehmens liegt auf dem Aufbau einer führenden Trading- und Online-Learning-Plattform für Privatanleger, die einfach und intuitiv ist. Darüber hinaus gibt es für Anleger die Möglichkeit, über verschiedene Following-Möglichkeiten am Erfolg anderer Händler über CFDs oder Zertifikate zu partizipieren. Wir gehen davon aus, dass weitere Finanzierungsrunden erfolgt sind und schätzen diese auf 18 Mio. €. **Bei einer Beteiligungsquote von 25,2% bedeutet dies ein NAV in Höhe von 4,54 Mio. € für die Cryptology Asset Group. Unseres Erachtens könnte es auch zu einem Börsengang des Neobrokers kommen, was wahrscheinlich ein deutliches Bewertungs-Upside bedeuten würde.**



New York Digital Investment Group LLC - NYDIG (vormals Bottlepay)

Bottlepay war bereits nach wenigen Monaten ein erfolgreicher Exit. Im Rahmen dessen wurde Bottlepay von NYDIG übernommen. NYDIG bietet Bitcoin-Produkte für alle Branchen an, von Banken und Versicherungen bis hin zu Fintech und gemeinnützigen Organisationen. Kombiniert wird dies mit hohen regulatorischen Standards. NYDIG gehört zu den größeren Krypto-Marktteilnehmern. NYDIG konnte im Dezember 2021 rund 1 Mrd. USD einsammeln zu einer Bewertung von 7 Mrd. USD. Bottlepay ist damals im Vergleich ein sehr kleines Unternehmen gewesen und wir gehen davon aus, dass Cryptology Asset Group nur einen sehr kleinen Anteil an NYDIG besitzt. **Bei einer konservativ geschätzten Beteiligungshöhe von 0,01% sollte der NAV für Cryptology bei 0,7 Mio. USD bzw. 0,67 Mio. € liegen.**



Chintai Network Services PTE

Chintai ist ein Unternehmen aus Singapur. Die Chintai-Plattform nutzt die Blockchain-Technologie, um die Kapitalmärkte für Banken, Finanzinstitute und Vermögensverwalter zu modernisieren. Die End-to-End-Lösung bietet traditionellen Finanzunternehmen eine One-Stop-Plattform mit einer robusten automatisierten Compliance-Engine. **Die Bewertung schätzen wir aktuell auf rund 25 Mio. USD, was 23,88 Mio. € entspricht. Bei einer Beteiligungsquote von 4,4% entspricht dies einem NAV von 1,06 Mio. €.**



Xpay Holding AG

Xpay ist ein Anbieter für Embedded Finance-Lösungen und entwickelt für seine Kunden gebrandete Mastercard® Kartenprogramme mit integrierten Loyalty-Komponenten. In Verbindung mit exklusiven und individualisierten Benefits macht Xpay Markenerlebnisse für Konsumenten in völlig neuen Lebensbereichen erfahrbar. Erfolgreiche Kreditkarten-Unternehmen werden mit Umsatz-Multiple von deutlich über 10x bewertet. Sollte Xpay erfolgreich wachsen könnten, dürften deutliche Bewertungssprünge möglich sein. **Wir bewerten Xpay mit 42 Mio. €, was bei der Beteiligungsquote von Cryptology in Höhe von 5,0% einen NAV von 2,10 Mio. € ausmacht.**



Topl Inc

Topl ist eine Impact Technology, die Unternehmen und Konzerne in die Lage versetzt, den Wert ihrer positiven Auswirkungen zu erschließen. Mit der Blockchain soll der CO₂-Fußabdruck über die gesamte Lieferkette verfolgt werden können. Das Blockchain-Ökosystem Topl hat in einer Series-A-Finanzierungsrunde 15 Mio. USD eingesammelt, um Unternehmen dabei zu helfen, soziale Initiativen zu verfolgen und zu monetarisieren. **Wir gehen davon aus, dass dies zu einer Bewertung von rund 55 Mio. USD bzw. 52,53 Mio. € erfolgte. Bei einer Beteiligungsquote von 0,89% entspricht dies einem NAV für die Cryptology Asset Group in Höhe von 0,47 Mio. €.**



Fonds

Wir gehen davon aus, dass rund 10 Mio. € in Fonds investiert wurden.

Eigene Aktien

Die Cryptology Asset Group führt stetig Aktienrückkäufe durch. Aktuell sollten Aktien im Wert von rund 0,1 Mio. € im Eigenbestand des Unternehmens sein.

Net debt & Holding Kosten

Die Nettofinanzverschuldung und die Holding Kosten wurden im initialen Research mit 15,34 Mio. € ermittelt. Zwischenzeitlich stiegen die Verwaltungsaufwendungen an und gegenläufig reduzierte sich die Nettoverschuldung. Diese Effekte haben sich nahezu vollständig ausgeglichen und wir haben die Nettoverschuldung & Holding Kosten mit 15,22 Mio. € ermittelt.

	NAV Mio.USD	NAV Mio. EUR	Beteiligungsquote	NAV in Mio. € pro rata
Block.one	6.274	5.992	5,0%	299,60
Northern Data AG		1.548	6,1%	94,43
Iconic Holding GmbH		25	8,9%	2,23
Cloudeo AG		50	14,3%	7,15
nextmarkets AG		18	25,2%	4,54
NYDIG	7.000	6.685	0,01%	0,67
Chintai Network Sevices PTE	25	24	4,4%	1,06
Xpay Holding AG		42	5,0%	2,10
Topl Inc	55	53	0,89%	0,47
Fonds				10,00
Cryptology Asset Group Aktien				0,10
Net debt & holding Kosten (discounted)				-15,22
NAV in Mio. €				407,12
Aktien ausstehend				57,22
NAV / Aktie in €				7,12

In Summe über alle Beteiligungen haben wir einen NAV in Höhe von 412,24 Mio. € ermittelt. Hinzu kommen rund 10,00 Mio. € in Fonds und weitere 0,10 Mio. € in eigenen Aktien. Abzüglich der Nettoverschuldung und den Holding Kosten in Höhe von 15,22 Mio. € haben wir einen Gesamt-NAV für die Cryptology Asset Group in Höhe von 407,12 Mio. € bzw. 7,12 € je Aktie ermittelt. Vor dem Hintergrund des sehr hohen Upside-Potenzials auf den gegenwertigen Aktienkurs (2,49 € Xetra 01.12.22 17:36) vergeben wir weiterhin das Rating Kaufen.

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,5b,6a,6b,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, Kristina Heinzlbecker, Email: heinzlbecker@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

Julien Desrosiers, Finanzanalyst

§ 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



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