



COMPANY REPORT

DR. KALLIWODA EQUITY RESEARCH

Juni, 02, 2005

bmp
Venture Capital ++

Rating: Initiating
Coverage

KAUF

bmp AG
Beteiligungsgesellschaft / Venture Capital

Letzter Preis: € 1,96

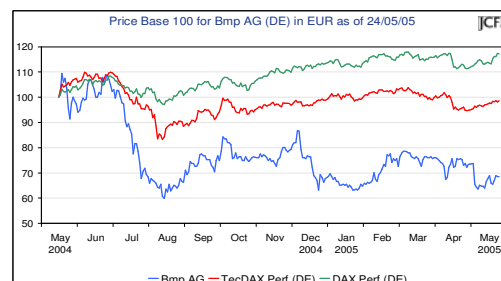
Fairer Preis: € 3,22

Greifen die Exit-Chancen ?

- **Polen als großes Akquise-Potential**
- **Revotar als boosting trigger**
- **Sinnvolle Beteiligungsstruktur + ausreich. Risikostreuung**
- **Anstehende lukrative Exits ?**

COMPANY DESCRIPTION

bmp ist ein Venture Capital Investor und Private Equity Fonds Manager. bmp ist das einzige unabhängige börsennotierte VC Unternehmen in Deutschland und als erstes deutsches Unternehmen an der Börse Warschau gelistet. Durch die Kooperation mit König & Cie. sollen neue Vertriebskanäle für Private Equity Fonds erschlossen werden. Die Branche hat die Talsohle durchschritten.



Dr. Norbert Kalliwoda
CEFA/DVFA-Analyst
+49 (69) 97205853
k@kalliwoda.com
www.kalliwoda.com

Figures in EUR	2002	2003	2004	2005e	2006e
EPS Dr. Kalliwoda	-0,217	0,18	-0,09	0,16	0,24
EPS Consensus	-0,217	0,18	-0,09	0,20	0,29
Revenues (mln)	7,76	0,29	0,40	2,60	5,50
net Income (adj.)	-11,768	2,15	-1,12	2,73	4,14
net cash per share	0,08	0,24	0,81	0,69	0,86
net Cash	4,27	2,8	10,14	12,00	15,00
P/E	-0,5	10,9	-1,1	12,56	8,29
P/S	13,70	80,6	61,13	13,19	6,24

Price (curr)	1,96	Shares out (mln)	17,50
52W high	2,89	3M Avrg Vol (000s)	74
52w low	1,53	Free Float (in %)	68,4%
Market Cap (mln)	34,3	Weight in Prime All Share	0,005%
Last Dividend	0	Reuters code	BTBGk.DE
Sales CAGR 02-06	3%	Bloomberg	BTBA
Web Page	www.bmp.com	WKN	330420

Source: bmp AG; DR.KALLIWODA | RESEARCH



CONTENTS

1.	EXECUTIVE SUMMARY	3
2.	FINANCIALS	3
2.1	Geschäftsjahr 2004	3
2.1	Q1/2005-Ergebnis	4
3.	VALUATION AND ESTIMATES	4
4.	CHANCES AND RISKS	9
5.	MANAGEMENT-BOARD	10
6.	SWOT ANALYSIS	11
7.	APPENDIX (P+L until 2006)	12
8.	CONTACT	13
8.	DISCLAIMER	14



1. EXECUTIVE SUMMARY

bmp ist ein führender Venture-Capital-Investor und Fonds-Manager in Deutschland und Polen. bmp investiert in Unternehmen zu günstigen Konditionen und veräußert diese nach einer erfolgreichen Entwicklung. 2004 wuchs der Umsatz der bmp AG auf € 704.000 bei negativem EBIT von € 471.000. Ab 2005 gehen wir durch Unternehmensverkäufe und durch Erträge eines Venture-Capital-Fonds von einer weiteren starken Umsatzsteigerung sowie einen deutlich positiven EBIT aus. Wir erwarten, dass der positive Trend auch 2006 weiter anhalten wird. Potentialträchtigstes Investment ist die knapp 60%-Beteiligung an der auf die Entwicklung von innovativen Medikamenten spezialisierte Revotar Biopharmaceuticals AG. Vielversprechende klinische Phase II Ergebnisse für einen Wirkstoff gegen Asthma und Psoriasis erhöhen den Wert der Beteiligung beträchtlich.

Valuation

Basierend auf dem Potenzialwert-Ansatz gelangen wir zu einem fairen Wert von € 56,3 Mio bzw. € 3,22 je Aktie. **Wir empfehlen die Aktie zum Kauf.**

G&V-Schätzungen bis 2006

Wir prognostizieren für die Jahre 2005 und 2006 Erlöse aus dem Verkauf von Beteiligungen und Wertpapieren des Umlaufvermögens in Höhe von € 2,6 Mio und € 5,5 Mio. Die Gesamt-Umsätze (inkl. „Beratungs- und Provisionserlöse“ und „Sonstige betriebliche Erträge“) schätzen wir auf € 8,3 Mio in 2005 bzw. € 10,7 Mio in 2006 (durchschnittlich 1-2 erfolgreiche Exits p.a.).

2. FINANCIALS

2.1. Geschäftsjahr 2004

bmp schloss das Jahr 2004 mit einem Nettoverlust von € 1,1 Mio ab. Das Ergebnis ist geprägt von gut € 1 Mio Kosten der Kapitalerhöhung. Der Umsatz stieg auf € 0,7 Mio. In 2004 ist es dem Unternehmen



gelungen, über zwei Kapitalerhöhungen mehr als € 11 Mio aufzunehmen, um die langfristige Liquidität zur Entwicklung des bestehenden Portfolios und für neue Investments zu sichern.

Erste Exits und Expansion in 2005

Aktuell ist bmp an 20 Unternehmen im aktiven Portfolio beteiligt (Beteiligungen im deutschsprachigen Raum, Polen und einer Beteiligung aus den USA). Davon weisen 15 ein positives EBIT aus. Erstmals seit 2001 ging bmp im Geschäftsjahr 2004 zwei Neuengagements ein. Die durch die Kapitalerhöhung gestiegene Liquidität soll zum weiteren Ausbau des Beteiligungsportfolios eingesetzt werden. In Q1/2005 gab es die beiden Exits bzw. der Verkauf der Beteiligungen an der Mediport Venture Fonds GmbH sowie an der Hírek Kft.

2.2 Ergebnis Q1/2005

bmp AG hat in Q1/2005 einen Umsatz von € 0,217 Mio und eine Gesamtleistung von € 0,917 Mio erzielt. Das EBITDA betrug € 0,206 Mio und das EBIT -0,255 Mio. Der Konzernverlust belief sich auf € 0,335 Mio gegenüber € -0,188 Mio im Vorjahresquartal. Primär wurde das Q1/2005-Ergebnis durch die Teilwertabschreibung von € 0,461 Mio einer börsennotierten Beteiligung geprägt. Die Höhe der börsengängigen Wertpapiere und Zahlungsmitteläquivalente hat sich zum 31.03.2005 auf € 9,6 Mio gegenüber € 3,1 Mio im Vorjahresquartal erhöht. Dabei sind Liquiditätszuflüsse aus einem Beteiligungsverkauf in Höhe von € 1,2 Mio noch nicht enthalten.

Für 2005 rechnen wir mit einem Net Income von € 2,73 Mio bei weiter steigenden Gesamtumsätzen von € 8,3 Mio, wobei wir eine mögliche Teilveräußerung von Revotar noch nicht in unserer Schätzung von 2005 berücksichtigen.

3. VALUATION AND ESTIMATES

Wir rechnen in 2005 und 2006 mit 4 bis 5 erfolgreichen Beteiligungsverkäufen der bmp. Darauf basieren unsere Umsatz und Gewinn-Schätzungen. (siehe G+V-Rechnung in Kapitel 7). Zur



Bewertung der bmp nehmen wir als Inventarwert den Net Asset Value und das unterstellte Wachstum des NAV heran. Wir ziehen als Grundlage den derzeitigen NAV nach den Richtlinien der EVCA (European Private Equity & Venture Capital Association) heran und schätzen die Wertentwicklung des Beteiligungsportfolios.

Derzeit beträgt der NAV 31,85 Mio bzw. 1,82 Euro je Aktie (bei 17,5 Mio Aktien).

Wir gehen davon aus, dass das Beteiligungsportfolio von bmp in den nächsten 12 Monaten einen Potenzialwert von € 62 Mio hat, davon bewerten wir die Beteiligung Revotar mit einem Potenzialwert von € 38 Mio. Bilden wir noch aus sonstiger Aktiva und Verbindlichkeiten einen Saldo (€ 5,7 Mio), gelangen wir zu einem Netto-Potenzialwert von € 56,3 Mio.

Die Gründe für unseren Netto-Potenzialwert von € 56,3 Mio liegen in der Tatsache begründet, dass bei 10 Gesellschaften ein hohes Bewertungspotenzial gegenüber dem derzeitigen jeweiligen Einzel-NAV-Wert liegt.

Auf folgende Portfolio-Unternehmen wollen wir aufgrund ihres jeweils hohen Bewertungspotenzial näher eingehen:

Revotar Biopharmaceuticals AG:

Revotar ist die wichtigste Biotechnologie-Beteiligung und größter Werttreiber des Portfolios. Am 12.5.2005 hat bmp im Rahmen einer Finanzierungsrunde ihren Anteil von 22,4% auf 59,96% aufgestockt.

Allerdings sollte die Beteiligung kurzfristig auf unter 50% reduziert werden, um die Konsolidierungspflicht zu umgehen. Dies kann erreicht werden durch

- eine Verwässerung der Anteile im Rahmen einer Kapitalerhöhung,
- einen Merger oder
- den Verkauf von Anteilen.

Wir glauben, dass bmp im Geschäftsjahr 2005 versuchen wird, ca. 10% der Anteile zu veräußern. Wir erwarten daraus positive Auswirkungen auf Umsatz und Ergebnis. Da dies eine von drei Alternativen ist – wie



oben beschrieben – berücksichtigen wir dies noch nicht in unserer G&V-Rechnung für das laufende Jahr 2005. Durch eine Veräusserung von 10% an Revotar hätte bmp dann noch eine Beteiligung von 49,96%. Ein Exit der gesamten Beteiligung wird innerhalb der nächsten zwei bis drei Jahre angestrebt.

Wir sehen einen Potenzialwert dieses knapp 50%igen Anteils in einer Spanne von € 33 Mio bis € 43 Mio liegen (wir berücksichtigen bei der Bewertung des Potenzialwertes des bmp-Portfolios bei der Revotar-Beteiligung einen Mittelwert von € 38 Mio).

Revotar entwickelt primär innovative Medikamente gegen chronische Entzündungskrankheiten. Hoffnungsvollstes Produkt ist Bimosiamose, das sich in einer sehr aussichtsreichen klinischen Phase II befindet. Es handelt sich um den weltweit am weitesten entwickelten Pan Selektin Antagonisten „Bimosiamose“ in den Indikationen Psoriasis und Asthma. Das zweitwichtigste Asset der Revotar-Pipeline ist die Pilotstudie für chronische Bronchitis (COPD). Damit gibt es eine vielversprechende Produktpipeline in stark wachsenden Blockbuster-Märkten.

Unserer Meinung nach kann dem Produkt Bimosiamose ein Projektwert von mehreren Millionen Euro zugerechnet werden.

Die durch die Finanzierungsrunde im Mai zur Verfügung gestellten Mittel sollen für die weitere klinische Entwicklung sowie zur Umsetzung von Partnerschaften mit der Biotechnologie- und/oder Pharmaindustrie verwendet werden.

TFG AG:

Die im Februar erworbene 12,5%-Beteiligung an TFG Capital wird angesichts der Abberufung der bmp-Vorstände aus dem TFG-Vorstand wahrscheinlicher zu einem Exit führen als zu einer vollständigen Übernahme.

Aufgrund des niedrigen Einstiegspreises und der positiven Perspektiven von TFG bewerten wir die Beteiligung positiv mit einem **Potenzialwert von € 3,4 Mio**. Dieser Wert stellt eine sehr konservative Einschätzung von uns dar, denn momentan hat das im bmp-Portfolio existierende 12,5%-Paket mit einem derzeitigen Aktienkurs der TFG-Aktie von € 2,41 bereits heute diesen Wert von € 3,4 Mio.



ergoTrade AG:

Die ergoTrade AG (vormals Compubizz AG) bietet ein Leistungsspektrum von IT-Refurbishment bis IT-Remarketing, sowie den Kauf und Verkauf von Restposten bzw. Lagerbeständen bis zum Rollout von IT-Neuware. Das Unternehmen betreibt einen b2b-Online-Marktplatz für IT-Hersteller und IT-Händler.

bmp ist seit 09/2000 an dem Unternehmen beteiligt und hält heute einen Anteil von 49,99%.

Die Beteiligung befindet sich in der Expansionsphase. Wir schätzen die EBIT-Marge der Beteiligung auf ca. 12% für 2005 ein mit starken Wachstumsraten. Das Exit-Volumen schätzen wir auf € **2,3 Mio.**

Tom's Guides Publishing AG:

Das Unternehmen ist ein weltweit agierendes Online-Magazine für Hardware. Weltweit greifen 5 Mio. Leser auf das meistbesuchteste Online-Magazin im Hardware-Umfeld zu. Der Online-Dienst wird in acht Sprachen publiziert. bmp ist seit 11/1999 mit 20% beteiligt. Die EBIT-Marge schätzen wir hier auf 10 bis 15% für 2006, derzeit auf ca. 5%. Tom's Guides ist eine der wachstumsstärksten Beteiligungen im Portfolio der bmp. Den **Potenzialwert** schätzen wir auf € **2,6 Mio.**

Newtron AG:

Newtron bietet umfassende Supplier Relationship Management (SRM) –Lösungen an. Damit werden Kunden in der strategischen Beschaffung durch Beratung und Bereitstellung elektronischer Beschaffungssysteme unterstützt. Der ASP-Betrieb wird bereits von namhaften Industriepartnern und beschaffenden Unternehmen in Anspruch genommen.

bmp ist seit 08/1999 beteiligt und hält derzeit einen Anteil von 41,79 %. Co-Venturing Partner sind Holtzbrinck networXs AG und Commerzbank AG. Ein realistisches Szenario für diese Beteiligung ist der Exit in 2006 mit einem **Potenzialwert** von € **1,9 Mio.**

Bankier pl S.A.

Das Unternehmen bietet ein Finanz-Portal an, auf dem neben Finanzinformationen auch Kalkulatoren und Tools für Privat- und Geschäftskunden angeboten werden. Bankier unterstützt Banken beim



eMarketing und stellt aktuellen Content bereit, damit Banken und Finanzinstitute ihre Zielgruppen erreichen können. Auch die Vermittlung von Finanzprodukten gehört dazu. Das Geschäftskonzept ist vergleichbar mit Onvista in Deutschland.

bmp ist mit 30,82% beteiligt. Das IPO ist unserer Meinung nach in zwei Jahren vorstellbar. Den **Potenzialwert** stufen wir mit **€ 1,7 Mio** ein.

Röntec Holding AG:

Bei der Röntec-Gruppe handelt es sich um einen internationalen Entwickler und Hersteller von Geräten zur Stoff- und Strukturanalytik unter Verwendung von Röntgenstrahlung. Das Unternehmen ist international vertriebsstark. Die Produkte gelten in der Fachwelt als exzellent.

bmp ist seit 12/1998 mit 41,2% beteiligt. Wir schätzen das Exit-Volumen innerhalb der nächsten beiden Jahre auf **€ 2,5 Mio**.

eProfessional AG:

Das Unternehmen ist Anbieter von Suchmaschinen-Marketing-Services in Europa. Suchmaschinen-Marketing bedeutet gezielte und dauerhafte Platzierung von Produkten und Dienstleistungen auf den Ergebnisseiten von Suchmaschinen. Suchwortbasierte Online-Werbung (Sponsored Links, Keyword-Banner). Außerdem erstellt das Unternehmen Analysen über die Effektivität von Online-Marketing-Aktivitäten. bmp ist an dem Unternehmen seit 6/2000 mit 25,48 % beteiligt. Wir gehen noch in diesem Jahr von einem Exit-**Potenzialwert** von **€ 2,7 Mio** aus.

Yoc! AG:

Yoc! (= your opinion counts!) bietet über ihre Handy-Direktmarketing-Plattform interaktives Marketing und somit vielseitig einsetzbare M-Commerce-Lösungen für die Handy-Generation.

Hauptasset sind die 2,2 Millionen detaillierten Nutzerprofile und die individualisierten Auswertungsmöglichkeiten der eingehenden SMS.

Dies ermöglicht One-to-One-Marketing, Kundenbeziehungs-Management und Marktforschung. Die junge, lifestyleorientierte Zielgruppe (13-35jährige Handybesitzer) ist interessant für Markenartikler, Handel und Medien.

Wir gehen für 2006 von einem Exit-**Potenzialwert** von **€ 1,6 Mio** aus.



Kooperation mit König & Cie. GmbH & Co. KG

Ein Joint Venture mit dem Emissionshaus König & Cie. soll Private Equity Fonds initiieren. König & Cie. legt die Fonds auf und bmp managed die Fonds. Die Platzierung des ersten Produkts, ein weltweit in Private Equity Fonds investierender Dachfonds, soll in Q3/2005 beginnen. Der erste Fonds soll nach Angaben des Managements ein Volumen von € 50 Mio haben. Wir gehen davon aus, dass in den Folgejahren weitere Fonds von bmp gemanaged werden.

Resumee:

Die oben beschriebenen 8 Beteiligungen ohne Revotar entsprechen einem Potenzialwert von € 18,7 Mio. Die konservative Schätzung von Revotar beläuft sich auf zusätzliche € 38 Mio.

Die verbleibenden 12 Beteiligungen schätzen wir auf einen aggregierten Potenzialwert von € 5,3 Mio. Dabei bewerten wir einige Beteiligungen mit € 0.

Insgesamt bewerten wir das bmp-Portfolio mit einem Potenzialwert von € 56,3 Mio auf Sicht von 12 Monaten (€ 62 Mio abzüglich € 5,7 Mio (Saldo aus sonstiger Aktiva und Verbindlichkeiten) und erhalten einen fairen Preis je Aktie von € 3,22. Wir empfehlen die Aktie zum Kauf (Kursziel von € 3,22).

4. CHANCES AND RISKS

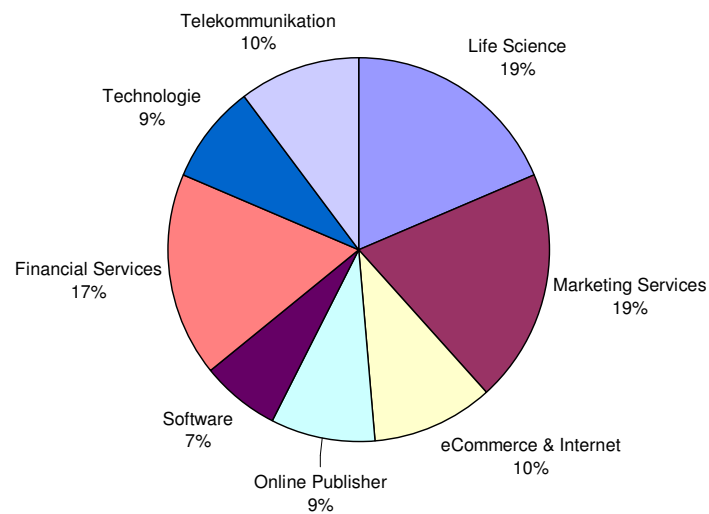
Wir rechnen mit einer Überrendite der bmp-Aktie (siehe Kapitel 2 Resumee) gegenüber anderen Anlageklassen wie der Einzelaktie eines deutschen Index bzw. gegenüber der Benchmark prime standard.

Die erwartete Überrendite der bmp-Aktie beinhaltet ein höheres Risiko gegenüber größeren Aktiengesellschaften mit hoher Börsenliquidität. Der Aktionär von bmp hat das Risiko, das die Beteiligungen der bmp weniger handelbar und teilbar sind als Aktien. Auch die Informationseffizienz ist bei einem Portfeuille, das zum größten Teil aus nicht gehandelten börsennotierten Wertpapieren besteht, geringer als bei Aktien. Dies rechtfertigt eine relativ hohe Risikoprämie der bmp-Aktie.



Folgende Graphik zeigt die Investitionsstruktur der bmp.

Investitionsstruktur zu Anschaffungskosten (Stand 31.5.2005)



5. MANAGEMENT-BOARD

Das qualifizierte Management von bmp zeigt Kernkompetenz in den Anlageklassen Venture-Capital und Private Equity. Dem Vorstand gehören Oliver Borrmann, Ralph Günther und Andreas van Bon an. Im Aufsichtsrat sitzen Prof. Dr. Roland Berger, Gerd Schmitz-Morkramer und Uwe Ahrens.



6. SWOT ANALYSIS

Stärken:

- Erfahrenes, etabliertes und eingespieltes Management-Team mit ansehnlichem Track Record
- Breite Diversifikation und gesunde Struktur des Portfolios
- Beteiligungsmanagement inkl. aller erforderlichen Controlling-/Reporting-Tools

Schwächen:

- VC-Geschäfts in den Heimatmärkten Deutschland und Polen noch unterentwickelt, dadurch ggfs. Liquiditätsschwäche für Neuinvestitionen

Chancen:

- Günstige Einstiegsgelegenheiten durch allgemein niedrige Bewertungen (Aktienkurs deutlich unter dem Marktwert des Beteiligungsportfolios)
- Erwartung einer Marktbelebung für Verkäufe (Exits)
- Höhere Liquidität und weniger Druck zu Beteiligungsverkäufen durch die neue Vertriebskooperation
- Enge Verbindungen zu Polen
- Fonds-Management für Dritte

Risiken:

- Negative Börsenentwicklung
- Verstärkte Investitionen ausländischer (insbesondere angelsächsischer) Wettbewerber



7. APPENDIX (P+L UNTIL 2006)

bmp		Profit and loss statement (Figures in EUR min, unless otherwise noted)			
	2003	2004	2005e	2006e	
Erlöse Verkauf Anteil. u. Wertpap.	0,29	0,40	2,60	5,50	
Beratungs- und Provisonerlöse	0,15	0,30	0,70	1,20	
Sonstige betriebliche Erträge	9,07	3,83	5,00	4,00	
Gesamterlöse	9,51	4,54	8,30	10,70	
Materialaufwand : Buchwertabgang v. Beteiligungen + Wertpapieren	-0,53	0,00	-0,75	-1,95	
Personalaufwand: Löhne + Gehälter	-1,06	-0,90	-0,90	-0,90	
Soziale Abgaben u. Aufwend.	-0,15	-0,13	-0,13	-0,13	
Abschreibungen auf imm. Vermög.gegenst. U. Sachanl.	-0,10	-0,08	-0,09	-0,13	
Sonst. betriebl. Aufwendungen	-1,54	-2,36	-2,00	-2,00	
BETRIEBSERGEBNIS	6,13	1,06	4,43	5,59	
Betriebsergebnis-Marge	64,5%	23,4%	53,4%	52,2%	
Erträge aus Beteiligungen	0,57	0,37	0,40	0,40	
Sonstige Zinsen u. ähnl. Aufw.	0,35	0,22	0,20	0,15	
Abschreibungen auf Festanlagen u. Wertpapiere des Uml.vermögens	-3,31	-1,53	-1,20	-1,10	
Zinsen u. ähnliche Aufwendungen	-1,59	-1,24	-1,10	-0,90	
Ergebnis gewöhnl. Geschäftstät.	2,15	-1,12	2,73	4,14	
Steuern vom Einkommen/Ertr.	0,00	0,00	0,00	0,00	
Sonstige Steuern	0,00	-0,45	0,00	0,00	
Jahresüberschuss	2,15	-1,12	2,73	4,14	

Quelle: bmp; DR.KALLIWODA | RESEARCH

In der Gewinn- und Verlust-Rechnung haben wir für das Geschäftsjahr 2005 und 2006 Fonds-Management-Fees von € 0,250 Mio und € 0,5 Mio in der Position Beratungs- und Provisonerlöse berücksichtigt.



8. CONTACT

bmp

Venture Capital ++

Alt-Moabit 59-61
10555 Berlin
Tel.: +49 (30) 20 30 5-0
Corinna Riewe, Investor Relations

DR. KALLIWODA | RESEARCH

Unterlindau 22
60323 Frankfurt
Tel.: 069-97205853
Tax.: 069-13303852262
Dr. Norbert Kalliwoda, DVFA/CEFA-Analyst
E-Mail: research@kalliwoda.com
www.kalliwoda.com



9. DISCLAIMER

These documents have been prepared solely for information purposes and for the use of the recipient. They may not be used in the United States of America under any circumstances. They may not be reproduced in whole or in part or otherwise made available without the written consent of DR.KALLIWODA RESEARCH, Frankfurt. The distribution of these documents may be restricted by local law or regulation in certain jurisdictions. These documents are not intended for distribution to, or for the use by any person or entity in any such jurisdiction; persons accessing these documents are required to inform themselves about and observe any such restrictions. These documents are not an offer to sell, or a solicitation of an offer to buy, any products. They do not constitute an offer, or a solicitation of an offer, to conclude any transaction. Whilst the information provided on this statement has been prepared by DR. KALLIWODA RESEARCH, Frankfurt, based upon or by reference to sources, materials and systems that DR. KALLIWODA RESEARCH, Frankfurt believes to be reliable and accurate, DR. KALLIWODA RESEARCH, Frankfurt does not guarantee its completeness or accuracy. These documents do not purport to contain all of the information that an interested party may desire. In all cases, interested parties should conduct their own investigation and analysis of the transaction described in these documents and of the data set forth in them.

© Copyright by DR. KALLIWODA RESEARCH

Diese Publikation stellt keine Aufforderung zum Kauf oder Verkauf des beschriebenen Produktes dar und ist keine Beratung im Sinne des Wertpapierhandelsgesetzes. Sie beruht auf Informationen aus von uns nicht überprüfbaren, allgemein zugänglichen Quellen, die wir für zuverlässig halten. Sie gibt unsere unverbindliche Auffassung über die Märkte und die besprochenen Wertpapiere zum Zeitpunkt des Redaktionsschlusses wieder, ohne Anspruch auf Vollständigkeit und ungeachtet etwaiger Eigenbestände in diesen Produkten. Diese Publikation darf nur in Deutschland verwendet werden.